

Unimot

Kupuj, 12M TP: PLN 194.50

Unimot || Główne wnioski z konferencji analitycznej

Krzysztof Koziel

krzysztof.koziel@pekao.co
m.pl

- **Makro / otoczenie rynkowe** – Zarząd opisywał obecne rynki energii jako wyjątkowo zmienne, przy czym ruchy na produktach gotowych są znacznie silniejsze niż na samej ropie. Diesel w 2Q wahał się mniej więcej między USD 870/t a USD 1,600/t i obecnie ponownie znajduje się w okolicach USD 1,500/t, podczas gdy jet poruszał się w przedziale ok. USD 900–1,800/t i obecnie kosztuje ok. USD 1,600/t. Zmienność TTF w 2Q była niższa, ok. EUR 38–52/MWh, ale obecnie ceny wzrosły w okolice EUR 78/MWh wraz z coraz mocniejszym pozycjonowaniem rynku pod sezon zimowy. Zarząd podkreślał, że obecne napięcia są widoczne głównie w crackach i na rynku produktów gotowych, m.in. w związku z ukraińskimi atakami na rosyjskie rafinerie.
- **Popyt na paliwa / konsumpcja** – Wysokie ceny zaczynają coraz wyraźniej wpływać na popyt. Zarząd nadal obserwuje słabszą konsumpcję LPG, ale dodatkowo zwrócił uwagę na spadek konsumpcji benzyny w lipcu i sierpniu, mimo sezonu wakacyjnego. Osłabia się również popyt na diesla, co tworzy środowisko rynkowe, z którym Unimot od wielu lat praktycznie nie miał do czynienia. Spadek konsumpcji jest szczególnie problematyczny dlatego, że zakontraktowany wcześniej import nadal trafia na rynek, co prowadzi do nadpodaży produktu względem popytu i presji na marże handlowe.
- **Diesel / perspektywa 3Q26** – Zarząd był wyraźnie ostrożny w odniesieniu do 3Q26 i wskazywał, że wynik segmentu paliw z 2Q będzie trudny do powtórzenia. Ekonomia importu na rynek krajowy istotnie pogorszyła się względem końca czerwca, ponieważ wzrosły premie produktowe i backwardation, podczas gdy premia lądowa Orlenu wzrosła jedynie nieznacznie. Zarząd stwierdził, że przy obecnych warunkach, gdyby Unimot opierał się wyłącznie na imporcie spotowym z Bałtyku, bez rocznych kontraktów terminowych z niemieckimi rafineriami, import diesla do Polski byłby bardzo trudny lub wręcz nieopłacalny. Spółka nadal będzie więc przedkładała marżę nad wolumen i nie zamierza bronić udziałów rynkowych przy nieatrakcyjnej ekonomice.
- **Premia lądowa / ekonomika importu** – Premia lądowa spadła z wysokich poziomów obserwowanych pod koniec marca i na początku 2Q wraz z chwilowym uspokojeniem rynku przed końcem czerwca. Od tego czasu koszty importu ponownie wzrosły, ale premia lądowa nie dostosowała się do nich w wystarczającym stopniu. Zarząd przyznał, że polityka cenowa Orlenu była zrozumiała w okresie uspokojenia rynku, jednak ponowny wzrost backwardation i kosztów fizycznego importu sprawia, że obecna premia krajowa ponownie nie rekompensuje w pełni kosztów importerów. Poważniejszy niedobór produktu mógłby ostatecznie wymusić wyższą wycenę krajową, czy to przez Orlen, czy przez sam rynek spotowy, ale zarząd na razie nie widzi takiego scenariusza.
- **Backwardation / koszt zapasów obowiązkowych** – Backwardation pozostaje najważniejszym strukturalnym obciążeniem dla segmentu paliw. Miesięczne backwardation na dieslu dochodziło do ok. USD 160/t, a obecnie nadal wynosi ok. USD 90–100/t, co odpowiada mniej więcej USD 3–4/t dziennie kosztu utrzymywania zapasu. Według zarządu sam ten czynnik może pochłaniać około połowy „normalnej” marży handlowej notowanej jeszcze 12–18 miesięcy temu. Jednocześnie istotnie podnosi on koszt utrzymywania zapasów obowiązkowych, przez co Unimot musiał podwyższyć szacunek kosztów zapasów wynikających z wcześniejszych cykli importowych.
- **Ukraina / eksport paliw** – Ukraina pozostaje głównym pozytywnym elementem równoważącym słabą ekonomikę rynku krajowego. Ponowne problemy logistyczne na Morzu Czarnym zwiększają popyt na paliwa dostarczane przez Polskę, pozwalając



Unimotowi realizować większe wolumeny i wyższe marże. Zarząd wskazywał, że dywersyfikacja geograficzna segmentu paliw jest obecnie istotnym wsparciem, ale jednocześnie jasno zaznaczył, że sama Ukraina nie wystarczy, aby całkowicie zneutralizować negatywne tendencje na rynku polskim.

- **OCF / kapitał obrotowy** – Zarząd przyznał, że 3Q26 może ponownie przynieść ujemne przepływy operacyjne. Bilans na 30 czerwca korzystał z chwilowego spadku cen surowców i zmniejszenia zmienności, przez co obraz na koniec kwartału wyglądał lepiej niż warunki panujące przez znaczną część 2Q i ponownie obecnie. Przy powrocie wysokich cen i backwardation większa ilość gotówki jest zamrażana w zapasach fizycznych. Zarząd podkreślał, że może to prowadzić do ujemnej generacji gotówki nawet przy zdrowej EBITDA, ponieważ grupa musi finansować wyższą nominalną wartość zapasów.
- **Zapasy obowiązkowe / opcja uwolnienia gotówki** – Unimot ma już przygotowaną strukturę pozwalającą na outsourcing zapasów obowiązkowych i zastąpienie części fizycznego zapasu rozwiązaniem ticketowym. Spółka na razie z tego nie korzysta, ponieważ płynność pozostaje komfortowa, a outsourcing wiązałby się z nieco wyższym kosztem finansowania. Zarząd szacuje jednak, że pełne uwolnienie kapitału zaangażowanego w fizyczne zapasy obowiązkowe mogłoby przy obecnych cenach przynieść około PLN 300–400m gotówki. Decyzja będzie więc bardziej zależna od przyszłych potrzeb inwestycyjnych i relatywnego kosztu finansowania niż od bieżącej presji płynnościowej.
- **Bilans / kowenanty** – Zadłużenie pozostaje wysokie ze względu na wysokie ceny surowców i większe zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, ale zarząd nie widzi zagrożenia dla płynności przy obecnych poziomach rynkowych. Banki coraz częściej traktują zapasy obowiązkowe inaczej niż zwykłe zadłużenie i w części kowenantów Unimotowi udało się wyłączyć ich wartość z długu netto. Unimot Energy & Gas czasowo przekroczył kowenant dług netto/EBITDA, ponieważ spółka musiała wpłacić gotówkowe zabezpieczenie związane z rezerwacją pojemności FSRU w Gaz-System po opóźnieniu gwarancji bankowej. Zarząd określił sytuację jako przejściową i zaznaczył, że banki ją rozumieją, a odpowiednie waivers są przygotowane.
- **LPG** – Rynek pozostaje strukturalnie słaby z powodu destrukcji popytu. Zarząd wskazywał, że w części miesięcy 1H26 konsumpcja LPG w Polsce spadała nawet o 20% r/r, co powoduje utrzymywanie się nadmiaru produktu względem popytu. Pomimo wcześniejszych bardziej optymistycznych oczekiwań na 2026 marże jednostkowe pozostają pod presją i zarząd nie widzi obecnie wyraźnego katalizatora poprawy w 3Q. Wolumeny są przede wszystkim optymalizowane pod kątem istniejących zobowiązań terminalowych i logistycznych.
- **Retail / AVIA** – Pakiet CPN okazał się wyraźniejszym obciążeniem dla AVIA, niż początkowo zakładano. Poprzez faktyczne ograniczenie możliwości do uzyskania marży zmniejszył różnice cenowe pomiędzy sieciami i ograniczył możliwość konkurencji przez AVIA agresywną ceną. W efekcie geografia stacji zaczęła mieć większe znaczenie niż cena, a wolumen na stację spadł mimo wzrostu liczby placówek. Zarząd oczekuje pewnej poprawy w 3Q wraz z mniejszą skalą interwencji rządowej. Współpraca z Żabką ma z kolei stopniowo poprawiać ekonomikę sieci poprzez przeniesienie części kosztów działalności pozapaliwowej na bardziej wyspecjalizowanego partnera.
- **Bitumeny / perspektywa 3Q26** – Zarząd nadal pozytywnie ocenia segment, ale nie chciał sugerować możliwości powtórzenia rekordowego wyniku z 2Q. Backwardation, które jest negatywne dla diesla, nadal wspiera marże bitumenowe, a dodatkowym wsparciem są efektywne zarządzanie ceną, import i eksport. Głównym ryzykiem jest słabsza aktywność budownictwa drogowego w Polsce, ponieważ wcześniej sygnalizowana luka przetargowa zaczyna przekładać się na przesuwanie zakontraktowanych wolumenów przez klientów na późniejsze okresy. Pozytywnym elementem jest Ukraina, gdzie zakupy bitumenów w pierwszych 6–7 miesiącach 2026 przekroczyły już cały poziom z 2025. Zarząd nadal

uważa segment za jeden z najmocniejszych core businessów grupy.

- **Infrastruktura i logistyka** – Perspektywa pozostaje pozytywna mimo niższych przeładunków w terminalach. Wyniki terminali są chronione przez kontrakty take-or-pay, dzięki którym klienci płacą za zakontraktowaną pojemność niezależnie od faktycznie zrealizowanych wolumenów, a dodatkowo wsparciem są wcześniejsze renegocjacje warunków umów. Olavion korzysta z przekierowania ukraińskich przepływów z portów Morza Czarnego do polskich portów i odbiorców w Niemczech i obecnie pracuje blisko pełnego wykorzystania mocy. Stawki przewozowe wzrosły, choć zarząd przyznał, że nie udało się jeszcze w pełni przełożyć napiętej sytuacji rynkowej na ceny. Grupa rozwija również obsługę nowych kategorii produktów, m.in. olejów roślinnych, etanolu i produktów związanych z biopaliwami.
- **Przegląd strategiczny / konsolidacja rynku paliw** – Zarząd doprecyzował, że ogłoszony przegląd strategiczny jest przede wszystkim związany z przyspieszającą konsolidacją polskiego rynku paliw, a nie z nowymi inicjatywami w obszarze obronnym. Przejęcie Anwimu/Moya przez Stonepeak zostało wskazane jako istotny sygnał, a zarząd uważa, że struktura polskiego rynku paliw może za dwa lata wyglądać wyraźnie inaczej. Unimot analizuje szeroki wachlarz scenariuszy, w tym rolę konsolidatora, partnerstwa strategiczne oraz potencjalne dezinvestycje. Te ostatnie określono jako mniej prawdopodobne, ale nie zostały wykluczone. Zarząd uważa, że własne aktywa logistyczne i terminalowe dają grupie dobrą pozycję do uczestnictwa w konsolidacji rynku.
- **Opłaty koncesyjne / obciążenia podatkowe** – Zarząd bardzo negatywnie ocenia planowane dziesięciokrotne podniesienie opłat koncesyjnych. Regulacja obejmowałaby również międzynarodowe transakcje tradingowe księgowane przez polski podmiot, w tym dostawy ropy do rafinerii PCK Schwedt oraz handel paliwami pomiędzy rynkiem międzynarodowym a Ukrainą. Unimot już obecnie płaci z tego tytułu ponad PLN 1m, a w części przypadków kilka milionów złotych rocznie, więc dziesięciokrotny wzrost mógłby być ekonomicznie istotny. Jeśli transakcje międzynarodowe nie zostaną wyłączone, zarząd dopuszcza przeniesienie części tradingu do spółki w Genewie. Dodatkowo wskazywano na łączny ciężar potencjalnie wyższych opłat koncesyjnych i planowanego 30% CIT dla podmiotów z sektora.

Opinia: NEGATYWNA

Odczytujemy wnioski z konferencji negatywnie, przede wszystkim ze względu na sugestie zarządu, że w 3Q26 nie należy oczekiwać istotnej poprawy w generacji gotówki. Kierunkowo zarówno segment paliw ciekłych, jak i prawdopodobnie segment bitumenów mogą pokazać słabsze wyniki raportowane, nie uwzględniając efektów przeszacowania zapasów, które powinny być pozytywne ze względu na wzrost cen surowców bazowych. Negatywnie wybrzmiały również komentarze dotyczące opłat koncesyjnych. Biorąc pod uwagę aktywność Unimotu na wielu rynkach oraz relatywnie niskie marże procentowe, spółka może zostać dotknięta tymi zmianami w większym stopniu niż np. Orlen. Z tego, co usłyszeliśmy, spółka płaci obecnie kilka milionów złotych rocznie opłat koncesyjnych, więc ich dziesięciokrotny wzrost oznaczałoby obciążenie EBITDA na poziomie około 5% tegorocznego wyniku.

ANALITYCY SEKTOROWI

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

Manager ds. rynku polskiego
IT, Gry wideo
Emil Popławski – makler papierów wartościowych
emil.poplawski@pekao.com.pl

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

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

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

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

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

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

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

Lukas Cinikas
lukas.cinikas@pekao.com.pl

BIURO ANALIZ INWESTYCYJNYCH

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

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

KONTAKT, ADRES PUBLIKACJI

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

Infolinia BM:

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

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

DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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