Unimot

Sprzedaj, 12M TP: PLN 142.10

Unimot || Główne wnioski z konferencji analitycznej

Krzysztof Kozieł
krzysztof.koziel@pekao.com.pl

- **Import diesla do Polski pozostaje nierentowny**. Krajowe premie na dieslu na poziomie ok. PLN 670/t nie wystarczają, aby zrekompensować wysoką backwardation oraz koszty logistyczne. Zarząd poważnie rozważa ograniczenie importu diesla w 2027 r.
- **Ukraina pozostaje kluczowym motorem wyników**. Eksport paliw do Ukrainy odpowiada za ok. 40% wolumenów handlowych w segmencie paliw płynnych i jeszcze większą część zysków. Zakłócenia w transporcie przez Morze Czarne zwiększyły popyt na dostawy realizowane przez Polskę.
- **Produkcja biopaliw istotnie wsparła wyniki w 3Q26**, korzystając z wyjątkowo wysokich marż rafineryjnych. Zarząd zamierza dalej zwiększać ekspozycję na biopaliwa i paliwa niskoemisyjne.
- **Zarząd przedkłada rentowność nad udział w rynku.** Wśród rozważanych opcji na 2027 r. znajdują się ograniczenie importu diesla, zwiększenie zakupów krajowych oraz przekierowanie dostaw z niemieckich rafinerii na Ukrainę. Całkowite wyjście z polskiego rynku paliw jest wykluczone.
- **Segment asfaltów wygenerował wyjątkowo mocne wyniki,** wspierane przez ograniczoną dostępność produktu, wysokie premie na rynku krajowym oraz korzystną backwardation, co z nawiązką zrekompensowało niższe wolumeny sprzedaży.
- **EBITDA segmentu asfaltów powinna istotnie spaść w 4Q26 ze względu na sezonowość**. Zarząd wskazał, że poziom powyżej PLN 30 mln byłby ambitnym założeniem kwartalnym, podczas gdy ok. PLN 10 mln stanowi bardziej typowy poziom dla czwartego kwartału.
- **Na wyniki segmentu asfaltów w 2027 r. negatywnie wpłynie planowany remont rafinerii Orlenu w Gdańsku** w okolicach marca/kwietnia. Alternatywne dostawy nie będą korzystały z obecnych preferencyjnych warunków cenowych, co może obniżyć EBITDA o ponad PLN 10 mln.
- **Segment Infrastruktura i Logistyka wygenerował rekordową EBITDA na poziomie ok. PLN 45 mln**. Wyniki wsparły wyższa aktywność w transporcie kolejowym, ekspansja międzynarodowa oraz przejęcie niemieckiego RBP, pomimo 7% spadku r/r przeładunków w terminalach.
- **Wyniki terminali pozostają relatywnie odporne dzięki kontraktom typu take-or-pay**. Niższe wolumeny przeładunków nie przekładają się bezpośrednio na spadek przychodów, choć utrzymujący się spadek konsumpcji paliw może wywierać presję na rentowność po wygaśnięciu obecnych kontraktów.
- **Nakłady inwestycyjne na terminale mogą wynieść ok. PLN 100 mln w 2027 r. i PLN 200 mln w 2028 r.,** koncentrując się na Szczecinie, Jaśle i Czechowicach. Zarząd oczekuje bardziej istotnego wkładu tych inwestycji do EBITDA od 2028 r., szczególnie dzięki rozbudowie infrastruktury paliwa lotniczego.
- **Program obniżek cen paliw CPN negatywnie wpływa na Unimot**, pogarszając konkurencyjność stacji AVIA oraz zmniejszając przewagę cenową LPG względem benzyny. Segment LPG zanotował stratę w 3Q26, choć zarząd oczekuje powrotu do rentowności w 4Q26.
- **Straty na handlu gazem ziemnym obciążyły wyniki 3Q26**. Zarząd postrzega ok. PLN 7

mln kwartalnej EBITDA jako rozsądny bazowy poziom wyników segmentu i nie oczekuje powtórzenia negatywnego wyniku na działalności tradingowej w 4Q26.

- **Mocne przepływy operacyjne nie przełożyły się na porównywalny spadek zadłużenia netto**, przede wszystkim ze względu na finansowanie zapasów oraz wyższe ceny surowców. Spadek cen paliw oraz mniejsza backwardation sprzyjałyby uwolnieniu kapitału obrotowego i poprawie generowania gotówki.

Opinia: NEUTRALNA

Rozmowa konferencyjna nie przyniosła żadnych przełomowych ani istotnych nowych informacji, choć jej ogólny wydźwięk ocenilibyśmy jako lekko pozytywny. Straty na biznesie paliwowym w Polsce są z nawiązką kompensowane przez działalność handlową w Ukrainie, która odpowiada już za ok. 40% obrotów segmentu paliwowego. Wsparciem pozostaje również segment biopaliw, korzystający z obecnego otoczenia wysokich marż rafineryjnych.

Wyniki segmentu asfaltów powinny spaść q/q ze względu na typową sezonowość, choć jak dotąd sprzyjające warunki pogodowe wspierają działalność segmentu. Zarząd wskazał, że osiągnięcie w 4Q26 poziomu PLN 30 mln z ubiegłego roku byłoby ambitnym założeniem, sugerując jednocześnie ok. PLN 10 mln jako bardziej rozsądny punkt odniesienia. Biorąc jednak pod uwagę, że spółka historycznie konserwatywnie ukierunkowuje oczekiwania analityków, nie przywiązywalibyśmy do tej wskazówki zbyt dużej wagi.

Ogólnie krótkoterminowy outlook wynikowy pozostaje raczej pozytywny i na obecnym etapie przyjmujemy PLN 112 mln EBITDA w 4Q26 jako nasz scenariusz bazowy. Oznaczałoby to PLN 499 mln EBITDA w całym 2026 r., czyli 4% powyżej naszej wcześniejszej prognozy na poziomie PLN 481 mln.

Patrząc na przyszły rok, zakładalibyśmy jednak istotną normalizację wyników w segmencie asfaltów, a jednocześnie dostrzegamy pewne ryzyka po stronie paliw płynnych. W tym roku spółka nadal korzysta ze sprzyjających warunków handlowych z niemieckimi rafineriami, jednak pod koniec roku kontrakty te mają zostać renegocjowane, co wprowadza pewną niepewność co do warunków biznesowych w 2027 r.

Wreszcie, zapytany o relatywnie wysoki poziom zadłużenia pomimo mocnego cash flow w 3Q26, zarząd wskazał, że wynika to przede wszystkim z utrzymujących się wysokich cen surowców i związanych z nimi potrzeb w zakresie kapitału obrotowego. Kwestia generowania gotówki pozostaje więc dla nas otwarta i będzie istotnym elementem naszej finalnej oceny 4Q26 oraz całego 2026 r. Historycznie spółka miała bowiem problemy z konwersją mocnych raportowanych wyników na przepływy pieniężne.

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

ANALITYCY SEKTOROWI

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Lukas Cinikas
lukas.cinikas@pekao.com.pl

BIURO ANALIZ INWESTYCYJNYCH

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

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

KONTAKT, ADRES PUBLIKACJI

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

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

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