Raport aktualizujący dla PWPA GPW | **Paliwa** | Polska | **24 November 2026**

Unimot

Dobre wyniki, lepszy cash flow, ale 2027 przyniesie normalizację

Podwyższamy rekomendację dla Unimotu do Trzymaj i podnosimy 12-miesięczną cenę docelową ze 142,10 PLN do 157,04 PLN na akcję, głównie ze względu na lepsze od oczekiwań wyniki za 3Q26, wsparte przez solidną generację gotówki w kwartale. Jednocześnie widzimy ryzyko normalizacji wyników w kolejnym roku z uwagi na wysoką bazę 2026, do której przyczyniło się otoczenie makroekonomiczne po wybuchu konfliktu w Cieśninie Hormuz.

Wyniki za 3Q26 – Ostateczne wyniki za poprzedni kwartał okazały się lepsze od oczekiwań rynkowych o 25%. Do wyniku przyczyniły się przede wszystkim mocne rezultaty segmentów Bitumenów (73 mln PLN) oraz Infrastruktury i Logistyki (45 mln PLN), a także solidny wynik segmentu Paliw (34 mln PLN) zrealizowany głównie na eksporcie paliw na Ukrainę.

Otoczenie rynkowe – Według spółki import diesla do Polski pozostaje nierentowny szczególnie w przypadku dostaw morskich. Obecnie premia lądowa utrzymuje się według spółki na poziomie PLN 670/t vs PLN 830/t obserwowanych wcześniej w obecnym roku. W takim otoczeniu spółka przekierowuje eksport diesla z Polski na Ukrainę i inne kierunki, co pomaga w utrzymaniu solidnej marży w segmencie. Po drugiej stronie znajduje się obecnie rynek bitumenów oraz terminali, gdzie obecne makro jest bardzo sprzyjające. W przypadku asfaltów pomaga fakt niedoborów na rynku oraz wciąż wysokiego popytu. W terminalach obserwujemy wzrost marży jednostkowej w ostatnich kilku kwartałach mimo niższych rdr wolumenów.

Nakłady inwestycyjne – Zakładamy łączne nakłady inwestycyjne w latach 2026/27/28 na poziomie odpowiednio 61/264/280 mln PLN, uwzględniając około 300 mln PLN inwestycji w terminale paliwowe. W perspektywie kolejnych pięciu lat projekty te mogą zwiększyć roczną EBITDA grupy o dodatkowe 70–80 mln PLN.

Zmiany prognoz – Po publikacji wyników za 3Q26 wprowadzamy niewielkie korekty naszych prognoz EBITDA na lata 2026/27/28, odpowiednio o +2%/-1%/-1% do PLN 490/399/418mn. Oczekujemy normalizacji wyników w przyszłym roku z uwagi na wysoką bazę 2026e (zwłaszcza w segmencie bitumenów) oraz zbliżające się wybory parlamentarne, co historycznie oznaczało presję na marże hurtowe.

Ryzyka – kluczowym ryzykiem dla spółki jest polityka i wynikające z niej regulacje. Podatek od zysków nadmiarowych oraz podwyższony podatek CIT od przedsiębiorstw prowadzących obrót paliw może przyczynić się do niższych od spodziewanych zysków spółki w kolejnych okresach. Na ten moment, w naszych prognozach nie zakładamy ich negatywnego efektu. Spółka poinformowała w komunikacie, że podatek windfall przy obecnych wynikach jest nienależny. Ustawa o CIT jeszcze nie była procedowana, ale szacujemy jej negatywny wpływ przy naszych prognozach na ok. PLN 30-40mn w latach 2027-2029.

Kluczowe dane finansowe

PLN mn	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2028e
Przychody	12 913	14 085	14 805	19 266	15 101	13 140	13 144
EBITDA	669	370	273	646	399	418	440
znorm. EBITDA	243	308	357	490	399	418	440
Zysk netto	489	139	9	321	143	149	165
EPS	59.6	17.0	1.1	39.1	17.4	18.2	20.1
DPS	13.7	4.00	6.00	6.50	7.00	7.35	7.00
DY	9.6%	2.8%	4.2%	4.6%	4.9%	5.2%	4.9%
P/E	2.4	8.3	126.1	3.6	8.1	7.8	7.1
EV/EBITDA	7.3	6.2	5.7	4.6	5.0	4.9	4.5

Źródło: Spółka, BM Pekao

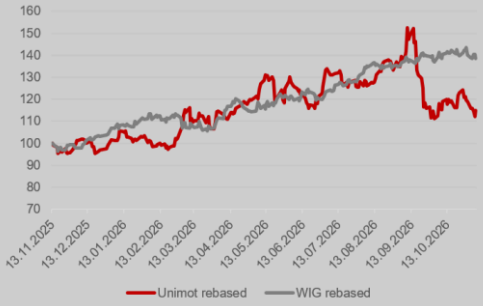
Trzymaj
Poprzednio: Sprzedaj

Cena docelowa **PLN 157.04**
Poprzednio: PLN 142.10

Potencjał wzrostu **+11%**
Cena z 23 listopada 2026 PLN 141.60

ESG Rating **C**
Punkty ESG **0.78**

Wykres relatywny akcji vs. WIG



INFORMACJE DOT. AKCJI

Bloomberg	UNT PW
Free float (%)	20.5
Kapitalizacja (PLN mn)	1161.0
Liczba akcji (mn)	8.2

Akcjonariusze
Unimot Express 43.84%
Zemadon LTD 19.72%
Zbigniew Juroszek 6.79%

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

Spis treści

Tezy Inwestycyjne	2
Kluczowe wydarzenia	3
Wycena	9
Ryzyka	12
Tabelki z prognozami	13
Zastrzeżenia	15

Tezy inwestycyjne – dlaczego Trzymaj Unimot?

■ Zmiana naszej rekomendacji w stosunku do poprzedniego raportu wynika z lepszych od oczekiwanych wyników za 3Q26, którym towarzyszyły wreszcie wysokie operacyjne przepływy pieniężne będące jak do tej pory bolączką spółki we wcześniejszych okresach. Dzięki PLN 282mn OCF zaraportowanym w 3Q26, suma negatywnego cash flowu po 3Q26 wynosi „jedynie" PLN -24mn wobec PLN -306mn w 1H26. Niestety dług netto spadł jedynie o 9% qdq utrzymując się na poziomie PLN 1,258mn.

■ **W dalszym ciągu jesteśmy zdania, że rynek może niedoszacowywać kapitałochłonności biznesu Unimotu**. Patrząc na dane historyczne spółka wypracowała w okresie 2017-2025 ok. PLN 1.0bn OCF przy oczyszczonej EBITDA w wysokości PLN 1.7bn. Pokazuje to dość słabą konwersję wyników na ostateczne przepływy pieniężne dla firmy.

■ Jeśli chodzi o otoczenie makroekonomiczne to jest zróżnicowane dla poszczególnych segmentów. W dalszym ciągu premia lądowa jest niska, wobec czego import diesla do Polski według spółki jest nierentowny. Na szczęście segment paliw ratuje się eksportem Ukrainę, co stanowi obecnie 40% wolumenu sprzedaży diesla. Odwrotna sytuacja ma miejsce w segmencie bitumenów, gdzie brak produktu z uwagi na wysokie marże rafineryjne na paliwach sprzyja rentowności na produktach ciężkich. Wraz z normalizacją sytuacji na rynkach bazowych spodziewamy się normalizacji warunków w segmentach, stąd niższe rdr prognozy wyników Unimotu w 2027r.

Szacunkowa premia lądowa na dieslu w Polsce



Źródło: Bloomberg, Reuters, BM Pekao

■ W przypadku ryzyk regulacyjnych na tę chwilę nie przyjmujemy negatywnego skutku potencjalnych zmian prawnych w wynikach Unimotu. Po pierwsze, spółka w komunikacie oficjalnie potwierdziła, że na tę chwilę nie widzi ryzyka zapłaty podatku od zysków nadmiarowych w obrocie paliwami. Z tego co spółka mówi to działalność w Polsce pozostaje nierentowna lub nisko rentowna a większość wyniku to biopaliwa i Ukraina – stąd brak takiego obowiązku. Jeśli chodzi o podwyższony CIT to ustawa jest dopiero procedowana i musi zostać podpisana przez Prezydenta – co nie jest

pewne. Jeśli jednak weszłaby w życie to jej wpływ na wyniki Unimot byłby umiarkowany w wysokości ok. PLN 30-40mn w latach 2027-2029.

■ *Reasumując: Obraz spółki w naszych oczach poprawił się nieco po wynikach za 3Q26. Choć premia lądowa jest niska, spółka mityguje jej negatywny wpływ przez wzrost aktywności na innych kierunkach i w pozostałych segmentach. Jednocześnie na kolejny rok oczekiwalibyśmy spadku wyniku w 2027 z uwagi na normalizację po dość szczególnym roku 2026, gdzie makro jednak było sprzyjające dzięki konfliktom geopolitycznym i ich wpływie na rynki ropy i paliw. Dodatkowo, wskazujemy na ryzyka regulacyjne, które mogą negatywnie wpływać na sentyment do spółek z sektora.*

Kluczowe wydarzenia za ostatnie 3 miesiące

■ **3 sierpnia – Zaangażowanie w projekt drugiego terminala FSRU w Gdańsku.** Unimot potwierdził rezerwację 12 slotów regazyfikacyjnych rocznie przez 15 lat, począwszy od 2030 r. Szacowana wartość zobowiązań wynosi PLN 2.11bn. Projekt zwiększa ekspozycję grupy na rynek gazu, ale wiąże się również z istotnymi długoterminowymi zobowiązaniami.

■ **9 września – Umowa PZL Sędziszów z ukraińskim Ivchenko-Progress.** Porozumienie dotyczy rozwoju i produkcji silników turboodrzutowych AI-04G w Polsce. Projekt wzmacnia ekspozycję Unimotu na sektor obronny, choć jego wpływ na wyniki będzie zależał od komercjalizacji produkcji.

■ **9 września – Rozpoczęcie dostaw paliwa lotniczego dla Norwegian.** Unimot Aviation rozpoczął regularne dostawy JET A-1 na lotniskach w Warszawie i Krakowie. Umowa potwierdza rozwój działalności w segmencie paliw lotniczych, choć jej wpływ na wyniki grupy powinien być relatywnie niewielki.

■ **11 września – Współpraca z amerykańskim Divergent Technologies**. Unimot i PZL Defence ogłosiły współpracę dotyczącą rozwoju zaawansowanych technologii produkcyjnych dla sektora obronnego. Projekt ma potencjał strategiczny, ale na obecnym etapie trudno oszacować jego kontrybucję do EBITDA.

■ **15 września – Rozpoczęcie przeglądu strategii na lata 2024–2028.** Zarząd zapowiedział analizę dotychczasowych kierunków rozwoju oraz możliwych zmian w alokacji kapitału. Przegląd może skutkować przesunięciem priorytetów inwestycyjnych pomiędzy paliwami, infrastrukturą, energetyką i obronnością.

■ **1 października – Unimot obejmuje 34.2% PZL Sędziszów.** Spółka wniosła 100% udziałów PZL Defence o wartości PLN 50mn w zamian za 3.16mn nowych akcji PZL Sędziszów. Transakcja jest elementem budowy platformy obronnej, która ma docelowo trafić na rynek publiczny.

■ **2 października – Brak zaliczki na windfall tax za 3Q26.** Unimot poinformował, że według przeprowadzonych kalkulacji nie będzie zobowiązany do zapłaty zaliczki na podatek od nadmiarowych marż paliwowych za 3Q26, podobnie jak za okres marzec–czerwiec.

■ **9 października – Informacja o premii kogeneracyjnej dla RCEkoenergia.** Spółka zależna otrzymała prawo do wsparcia o wartości PLN 153mn przez 15 lat, począwszy od 2030 r. Wraz z przychodami z długoterminowej umowy sprzedaży ciepła całkowita wartość oczekiwanych wpływów wynosi ok. PLN 480mn. Projekt zwiększa udział przewidywalnych przychodów w długim terminie.

Wyniki za 3Q26 - Finalna oczyszczona EBITDA za 3Q26 wyniosła PLN 136mn, +3% vs wynik wstępny. Bardzo mocne operacyjne przepływy pieniężne, dług netto wciąż wysoki.

Unimot wypracował w 3Q26 oczyszczoną EBITDA na poziomie PLN 136 mln, o 3% powyżej wyniku wstępnego

- Raportowana EBITDA wyniosła PLN 293 mln (vs PLN 290mn wstępnie), wsparta głównie przeszacowaniem zapasów w wysokości ok. PLN 160 mln
- EBITDA segmentu Diesel&BIO wyniosła PLN 34 mln (+1% vs wynik wstępny)
- EBITDA segmentu Infrastruktura i Logistyka wyniosła PLN 45 mln (+5% vs wynik wstępny)
- EBITDA segmentu Bitumenów wyniosła PLN 73 mln (+2% vs wynik wstępny)
- Raportowany OCF wyniósł PLN 282mln i był wsparty przez wynik na derywatach (PLN 76mn) oraz obniżony o PLN 85mn negatywną zmianą na kapitale obrotowym. Po 3 kwartałach OCF wyniósł PLN -24mn.
- OCF z wyłączeniem zmian w kapitale obrotowym wyniósł PLN 364 mln w 3Q26
- Dług netto na koniec września wyniósł PLN 1 258 mln (-9% qdq)

Unimot: wyniki finansowe za 3Q26

P&L	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	qoq (%)	yoy (%)
Revenues	**3 719**	**3 887**	**3 529**	**4 368**	**6 068**	**39%**	**63%**
Gross profit on sales	**177**	**246**	**404**	**82**	**462**	464%	161%
Sales costs	-126	-154	-122	-130	-181	39%	44%
Overheads	-15	-47	-37	-47	-39	-16%	162%
EBITDA	75	83	299	-50	293	-692%	292%
diff	*13*	*28*	*-194*	*196*	*-157*		
adj. EBITDA	**88**	**111**	**105**	**146**	**136**	**-7%**	**55%**
Fuels	18	26	43	39	34	-11%	91%
LPG	-14	2	2	1	-5	-815%	-64%
Infrastructure	32	33	37	38	45	19%	41%
Asphalts	50	31	-1	67	73	9%	47%
Natural gas	0	13	18	7	-4	-158%	-1051%
Electricity	0	1	3	4	4	7%	1262%
PV	1	-4	-1	-3	-2	-47%	-355%
Fuels stations	7	4	7	1	1	24%	-80%
Solid fuels	2	1	5	1	0	-71%	-92%
Growth projects							
Remainder	-8	4	-9	-9	-11	26%	42%
Depreciation	39	42	46	46	47	0%	21%
EBIT	**36**	**41**	**253**	**-96**	**247**	-357%	579%
Net financials	-28	-10	-22	-21	-23	9%	-16%
Pre-tax profit	**9**	**31**	**230**	**-117**	**224**	-291%	2494%
Corporate tax	9	-10	-48	40	-41	-204%	-585%
Net profit	**17**	**21**	**183**	**-77**	**182**	-335%	962%
OCF	-68	261	-101	-205	282	-237%	-513%
OCF pre-NWC change	69	83	374	-181	364	-301%	426%
CAPEX	-10	-3	-5	-29	9	-129%	-189%
FCF	-99	250	-81	-262	302	-215%	-405%
Net debt	976	880	1 074	1 379	1 258	-9%	29%
OCF pre-NWC/EBITDA	92%	101%	125%	366%	124%		

Źródło: Spółka, BM Pekao

Najważniejsze wnioski z konferencji po wynikach za 3Q26:

■ **Wyniki 3Q26 / ogólna ocena** – Zarząd pozytywnie ocenił wyniki za 3Q26, w którym EBITDA skorygowana wyniosła PLN 136m (+55% r/r), przy przychodach przekraczających PLN 6bn (+63% r/r). Na dobry wynik złożyły się przede wszystkim bardzo mocne bitumeny, infrastruktura i logistyka oraz eksport paliw na Ukrainę i produkcja biopaliw. Jednocześnie zarząd wyraźnie podkreślał pogarszającą się ekonomikę importu diesla do Polski, która stanowi obecnie największe wyzwanie dla grupy.

■ **Makro / otoczenie rynkowe** – Rynek paliw pozostaje pod wpływem wysokiej zmienności cen oraz silnego backwardation, które po przejściowej normalizacji w czerwcu ponownie wzrosło w 3Q26. Wysokie ceny produktów gotowych zwiększają zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, a backwardation podnosi koszty importu i utrzymywania zapasów obowiązkowych. Zarząd ocenia, że przy braku dalszej eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie ceny paliw powinny stopniowo spadać, m.in. dzięki poprawie logistyki dostaw z regionu Zatoki Perskiej i słabszemu popytowi.

■ **Diesel / ekonomika importu** – Import diesla do Polski pozostaje nierentowny, szczególnie w przypadku dostaw morskich. Premia lądowa utrzymuje się na poziomie ok. PLN 670/t wobec PLN 830/t obserwowanych wcześniej w roku i nie rekompensuje wzrostu kosztów wynikających z backwardation. Zarząd wskazywał, że import morski diesla przynosi straty praktycznie od początku wojny, natomiast kontrakty z niemieckimi rafineriami pozostają bardziej konkurencyjne dzięki rozliczeniom według średnich cen miesięcznych, ograniczającym negatywny wpływ backwardation.

■ **Diesel / strategia na 2027** – Zarząd prowadzi zaawansowane analizy dotyczące ograniczenia importu diesla na rynek polski w przyszłym roku. Rozważane scenariusze obejmują zmniejszenie dostaw morskich, zwiększenie zakupów od producentów krajowych oraz przekierowanie części dostaw z niemieckich rafinerii na Ukrainę. Nie wykluczono nawet czasowego wstrzymania określonych kierunków importowych, natomiast całkowite wycofanie się z polskiego rynku paliw zostało jednoznacznie wykluczone. Zarząd podkreślał, że priorytetem jest rentowność, a nie obrona udziałów rynkowych za wszelką cenę.

■ **Ukraina / eksport paliw** – Eksport paliw na Ukrainę pozostaje jednym z najważniejszych czynników wspierających wyniki segmentu paliw ciekłych. Zakłócenia żeglugi na Morzu Czarnym zwiększyły znaczenie dostaw realizowanych przez Polskę, co przekłada się na wysokie marże i atrakcyjną ekonomikę handlu. Ukraina odpowiada za ok. 40% wolumenów handlu paliwami ciekłymi i jeszcze większą część wyniku. Zarząd nie zamierza ograniczać aktywności na tym rynku, a w przypadku dalszego pogorszenia warunków w Polsce możliwe jest zwiększenie kierowanych tam wolumenów.

■ **Biopaliwa / paliwa niskoemisyjne** – Produkcja biopaliw istotnie wsparła wyniki segmentu paliw ciekłych w 3Q26 dzięki wyjątkowo wysokim marżom rafineryjnym. Po trudnym początku działalności, który przypadł na wybuch wojny i niekorzystne otoczenie cenowe, warunki rynkowe wyraźnie się poprawiły. Zarząd zamierza dalej rozwijać ten obszar, podobnie jak handel paliwem lotniczym i paliwami niskoemisyjnymi, widząc w nich potencjał do częściowego uniezależnienia wyników od tradycyjnego importu diesla.

■ **Bitumeny / wyniki i perspektywy 4Q26** – Segment osiągnął bardzo dobre wyniki dzięki wysokim premiom lądowym, ograniczonej dostępności produktu i korzystnemu wpływowi backwardation. Pomimo niższych wolumenów sprzedaży rentowność jednostkowa istotnie wzrosła. Zarząd podkreślił jednak sezonowy charakter działalności i oczekuje wyraźnie słabszego 4Q26. EBITDA na poziomie ponad PLN 30m określono jako ambitny scenariusz, podczas gdy ok. PLN 10m wskazano jako bardziej typowy poziom dla czwartego kwartału. Korzystna pogoda i niedobory produktu mogą jednak pozytywnie wpłynąć na wynik.

■ **Bitumeny / ryzyka na 2027** – Zarząd studzi oczekiwania dotyczące przyszłorocznych wyników, przede wszystkim ze względu na planowany postój remontowy rafinerii Orlenu w Gdańsku na przełomie marca i kwietnia. Wolumeny zastępcze będą wprawdzie dostarczone,

ale nie będą objęte preferencyjnymi warunkami cenowymi istniejącej umowy. Zarząd szacuje, że może to obniżyć EBITDA segmentu o kilkanaście milionów złotych. Jednocześnie korzystnie oceniany jest rozwój eksportu, w szczególności na Ukrainę, oraz poprawa efektywności własnej logistyki.

■ **Infrastruktura i logistyka** – Segment osiągnął rekordowy wynik EBITDA na poziomie ok. PLN 45m, pomimo spadku przeładunków w terminalach o 7% r/r. Wzrost wyniku był wspierany przez rozwój transportu kolejowego, zwiększenie udziału przewozów międzynarodowych oraz kontrybucję przejętej niemieckiej spółki RBP. Wyniki terminali pozostają zabezpieczone kontraktami *take-or-pay*, dzięki którym klienci płacą za zarezerwowaną infrastrukturę niezależnie od faktycznego wykorzystania. Zarząd ocenia, że spadek konsumpcji paliw może negatywnie wpływać na rentowność terminali dopiero w dłuższym okresie, wraz z wygasaniem obecnych kontraktów.

■ **Infrastruktura / CAPEX** – Grupa planuje dalszy rozwój infrastruktury terminalowej, ze wstępnymi nakładami na poziomie ok. PLN 100m w 2027 oraz PLN 200m w 2028. Inwestycje mają koncentrować się m.in. w Szczecinie, Jaśle i Czechowicach, a istotna poprawa wyników oczekiwana jest od 2028. Szczególnie atrakcyjnym obszarem pozostaje paliwo lotnicze, gdzie popyt jest wysoki, a obecna skala działalności Unimotu pozostaje ograniczona przez dostępność infrastruktury magazynowej i logistycznej.

■ **LPG / perspektywy 4Q26** – Segment LPG zanotował stratę w 3Q26 ze względu na spadek krajowej konsumpcji, wysoką konkurencję i pogorszenie relacji cen LPG do benzyny, m.in. pod wpływem pakietu CPN. Zarząd wskazywał jednak na wyraźną poprawę warunków rynkowych w 4Q26, kiedy ograniczona dostępność produktu zaczęła wspierać marże jednostkowe. Przy utrzymaniu wolumenów sprzedaży spółka oczekuje powrotu segmentu do dodatnich wyników w bieżącym kwartale.

■ **Gaz ziemny / energia elektryczna** – Wynik gazu ziemnego w 3Q26 został obciążony stratami na działalności tradingowej, które częściowo zneutralizowały wysokie zyski osiągnięte w 1Q26. Zarząd nie oczekuje powtórzenia tak negatywnego wyniku tradingowego w 4Q26, wskazując ok. PLN 7m kwartalnej EBITDA jako rozsądny poziom bazowy. Strategicznie spółka koncentruje się na budowie powtarzalnych wyników poprzez rozwój sprzedaży do klientów biznesowych. Dodatkowym kierunkiem rozwoju będzie import LNG z wykorzystaniem zakontraktowanych mocy terminalowych, którego rozpoczęcie planowane jest w 2027.

■ **OCF / kapitał obrotowy** – Pomimo bardzo mocnych przepływów operacyjnych w 3Q26 zadłużenie netto nie obniżyło się w analogicznej skali, głównie ze względu na wysoką wartość zapasów i zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Zarząd podkreślił, że dalszy wzrost cen paliw może ponownie zwiększać zaangażowanie gotówki, podczas gdy spadek cen i normalizacja backwardation powinny wspierać uwalnianie kapitału. Spółka analizuje również możliwość zastąpienia części fizycznych zapasów obowiązkowych rozwiązaniami ticketowymi, co mogłoby poprawić płynność i ograniczyć potrzeby finansowania.

■ **CPN / regulacje i podatki** – Zarząd bardzo negatywnie ocenił wpływ pakietu CPN na działalność grupy, szczególnie w obszarze stacji AVIA oraz LPG. Ograniczenie zróżnicowania cen paliw między stacjami osłabia przewagę konkurencyjną AVIA, co przekłada się na niższe wolumeny i marże. Dodatkowo spółka wskazuje na ryzyka wynikające z planowanego wzrostu CIT, wyższych opłat koncesyjnych oraz pozostałych obciążeń regulacyjnych. Łącznie czynniki te pogarszają atrakcyjność tradycyjnego handlu paliwami w Polsce.

■ **Strategia / dywersyfikacja i potencjalne akwizycje** – Zarząd podkreślał konieczność zwiększenia udziału bardziej stabilnych i rentownych obszarów działalności, takich jak logistyka, terminale, biopaliwa, LNG oraz sprzedaż gazu i energii elektrycznej. Jednocześnie Unimot monitoruje potencjalne możliwości konsolidacji polskiego rynku paliw, w tym ewentualną sprzedaż aktywów Saudi Aramco w Polsce. Zarząd zachowuje jednak ostrożność ze względu na możliwe wysokie wyceny aktywów przy rekordowych marżach rafineryjnych i konkurencję ze strony większych podmiotów.

Unimot: Prognozy finansowe (PLN mn)

P&L	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e
Przychody	**8 193**	**13 369**	**12 913**	**14 085**	**14 805**	**19 266**	**15 101**	**13 140**	**13 144**	**12 013**	**12 078**	**12 135**	**12 192**
Marża netto na sprzedaży	**366**	**954**	**724**	**881**	**847**	**1 174**	**911**	**918**	**939**	**960**	**979**	**996**	**1 008**
Koszty sprzedaży	-212	-367	-465	-492	-576	-587	-587	-587	-587	-587	-587	-587	-587
Koszty zarządu	-49	-97	-131	-150	-147	-162	-157	-157	-157	-157	-157	-157	-157
EBITDA	116	502	669	370	273	646	399	418	440	446	452	457	463
skorygowana EBITDA	**71**	**514**	**243**	**308**	**357**	**490**	**399**	**418**	**440**	**446**	**452**	**457**	**463**
Paliwa	83	436	43	80	104	151	103	102	102	102	102	102	102
LPG	17	69	50	12	-8	-9	0	0	0	0	0	0	0
Infrastruktura	0	0	50	85	117	160	148	180	198	198	198	198	198
Asfalty	0	0	73	114	118	170	133	133	133	133	133	133	133
Gaz naturalny	2	30	40	39	23	34	34	34	34	34	34	34	34
Energia elektryczna	-8	47	11	19	4	11	4	4	4	4	4	4	4
PV	-9	1	-7	-1	-4	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9
Stacje benzynowe	1	4	7	17	17	12	11	11	11	11	11	11	11
Paliwa stałe	-1	2	8	1	4	7	7	7	7	7	7	7	7
Projekty wzrostowe (Drony, etc.)	0	0	0	0	0	0	0	2	8	14	19	25	31
Pozostałe	-16	-76	-33	-59	-18	-37	-33	-45	-47	-47	-47	-47	-47
D&A	12.7	16.5	94.1	136.6	154.3	185.3	185.3	197.4	198.1	183.0	169.9	158.4	152.0
EBIT	**104**	**485**	**575**	**234**	**119**	**461**	**214**	**221**	**242**	**263**	**282**	**299**	**311**
Koszty finansowe netto	-8	-21	-66	-46	-101	-83	-38	-37	-39	-30	-22	-12	-2
Zysk przed opodatkowaniem	**96**	**464**	**509**	**187**	**19**	**378**	**176**	**184**	**203**	**233**	**259**	**287**	**309**
Podatek CIT	-20	-90	-20	-48	-9	-57	-33	-35	-39	-44	-49	-55	-59
Zysk netto	**76**	**374**	**489**	**139**	**9**	**321**	**143**	**149**	**165**	**188**	**210**	**233**	**250**
OCF	-140	502	-30	170	385	199	553	270	215	318	297	329	339
OCF pre-NWC change	108	401	164	353	238	636	328	347	363	371	380	391	402
CAPEX	-14	-62	-129	-54	-30	-61	-264	-280	-80	-80	-80	-80	-152
FCF	-159	397	-185	121	259	147	290	-10	135	238	217	249	187
Net debt	331	2	607	759	880	1 070	837	907	830	652	498	316	199
OCF pre-NWC/EBITDA	92%	80%	25%	95%	87%	98%	82%	83%	82%	83%	84%	86%	87%

Źródło: Spółka, BM Pekao

Unimot: Zmiana prognoz vs poprzednia aktualizacja Pekao

PLN mn	2026E			2027E			2028E		
	NOWA	**POPRZ.**	***różnica***	**NOWA**	**POPRZ.**	***różnica***	**NOWA**	**POPRZ.**	***różnica***
Przychody	19 266	18 708	*3%*	15 101	17 066	*-12%*	13 140	16 396	*-20%*
skorygowana EBITDA	**490**	**481**	***2%***	**399**	**404**	***-1%***	**418**	**422**	***-1%***
EBIT	461	290	*59%*	214	213	*0%*	221	227	*-3%*
Zyksk netto	321	184	*74%*	143	113	*26%*	149	126	*19%*

Źródło: Spółka, BM Pekao

Wycena

Stosujemy metody wyceny DCF oraz porównawczą, z wagami odpowiednio 80% i 20%. Nasz model DCF implikuje 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 163.05 PLN na akcję. Wycena porównawcza, oparta na mnożnikach P/E oraz EV/EBITDA, wskazuje na cenę docelową 133.00 PLN na akcję.

Unimot: podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wartość implikowana (PLN)	Waga (%)
12M wycena DCF	163.05	80%
12M wycena mnożnikowa	133.00	20%
12M cena docelowa	**157.04**	
Obecna cena	141.60	
Upside/downside (%)	11%	

Źródło: BM Pekao

Ocena ESG

Materials	E	S	G
Score	0.54	0.89	1.17
Sector weight	50%	25%	25%
Final ESG Score		**0.78**	
ESG Rating		**C**	

	score from:	to	Rating	WACC risk premium impact (% of RFR)
ESG Score	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 2027e–2032e. Kluczowe założenia uwzględnione w naszym modelu DCF to: stopa wolna od ryzyka na poziomie 6.25% w okresie 2027e–2032e oraz 4.0% w roku rezydualnym, premia za ryzyko kapitałowe na poziomie 6.0% w latach 2027e–2032e oraz 5.0% w roku rezydualnym, beta bez dźwigni 1.0x oraz premia za ryzyko długu 2.0%.

Unimot: Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)

Kalkulacja WACC

	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	Terminal Year
Stopa wolna od ryzyka	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
ESG dyskonto/premia	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Beta lewarowana	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	1.7
Koszt kapitału własnego	**18.0%**	**18.2%**	**17.7%**	**16.9%**	**16.4%**	**15.9%**	**12.3%**
Koszt długu	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	6.0%
Koszt długu po podatku	**6.7%**	**6.7%**	**6.7%**	**6.7%**	**6.7%**	**6.7%**	**4.9%**
Wskaźnik zadłużenia (D/D+E)	54%	55%	53%	49%	46%	43%	45%
WACC	**11.9%**	**11.9%**	**11.9%**	**11.9%**	**11.9%**	**11.9%**	**9.0%**

Unimot: wycena DCF

(PLN mln)	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	Terminal Year
Przychody	15 101	13 140	13 144	12 013	12 078	12 135	12 135
EBIT	214	221	242	263	282	299	299
Podatek	-41	-42	-46	-50	-54	-57	-57
NOPAT	**173**	**179**	**196**	**213**	**228**	**242**	**242**
Deprecjacja i amortyzacja	185	197	198	183	170	158	152
Zmiana kapitału obrotowego	225	-77	-148	-53	-83	-62	0
CAPEX	-264	-280	-80	-80	-80	-80	-152
FCFF	**320**	**20**	**166**	**263**	**235**	**258**	**242**
Wzrost wartości rezydualnej							*0.0%*
Wartość rezydualna							2 701.5
Czynnik dyskontujący	*0.89*	*0.80*	*0.71*	*0.64*	*0.57*	*0.51*	*0.51*
Zdyskontowane przepływy pieniężne	286.4	15.7	118.7	167.7	134.0	131.5	*1 376.3*
Wartość przedsiębiorstwa - 31 grudnia 2026	**2 230**						
Dług netto	1 070						
Udziały mniejszości	8						
Wartość kapitału własnego - 31 grudnia 2026	**1 152**						
Liczba akcji (mn)	8.2						
12M cena docelowa na akcję	**163.05**						
Cena akcji na dzień 23 listopada 2026 (PLN)	141.60						
Potencjał wzrostu/spadku	*15%*						
Dynamika przychodów rdr	-22%	-13%	0%	-9%	1%	0%	0.0%
marża EBIT	1.4%	1.7%	1.8%	2.2%	2.3%	2.5%	2.5%
Stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Inwestycje/przychody	1.7%	2.1%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	1.3%
Inwestycje/deprecjacja	142.2%	141.9%	40.4%	43.7%	47.1%	50.5%	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%
4.3%	151.14	161.84	173.69	186.87	201.61	218.22	237.07
5.3%	140.43	150.70	162.06	174.71	188.85	204.79	222.88
6.3%	130.16	140.01	150.92	**163.05**	176.63	191.93	209.28
7.3%	120.30	129.76	140.23	151.88	164.92	179.60	196.26
8.3%	110.83	119.92	129.97	141.16	153.68	167.78	183.79

Źródło: BM Pekao

Unimot: Wycena porównawcza

Company name	Ticker	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
REPSOL SA	REP SM Equity	4.4	5.9	7.4	3.0	3.8	4.4
MOL HUNGARIAN OIL AND GAS PL	MOL HB Equity	4.4	5.8	7.8	2.9	3.2	3.6
NESTE OYJ	NESTE FH Equity	6.3	8.1	9.4	4.4	5.0	5.1
TUPRAS-TURKIYE PETROL RAFINE	TUPRS TI Equity	4.2	6.6	6.4	2.1	3.9	3.8
POLSKI KONCERN NAFTOWY ORLEN	PKN PW Equity	4.8	5.9	7.0	2.8	3.2	3.4
HELLENIQ ENERGY HOLDINGS SA	ELPE GA Equity	3.8	4.5	8.5	3.3	4.0	5.2
MOTOR OIL (HELLAS) SA	MOH GA Equity	4.6	6.3	8.9	3.1	4.1	5.1
European oil companies		4.4	5.9	7.8	3.0	3.9	4.4
MARATHON PETROLEUM CORP	MPC US Equity	5.4	6.4	12.2	3.8	4.5	7.2
VALERO ENERGY CORP	VLO US Equity	5.6	6.5	11.1	3.6	4.4	7.0
PHILLIPS 66	PSX US Equity	6.9	7.5	11.6	5.0	5.3	7.1
DELEK US HOLDINGS INC	DK US Equity	2.5	4.8	17.3	2.0	2.8	4.5
CVR ENERGY INC	CVI US Equity	7.5	4.3	9.4	5.2	2.9	4.1
PBF ENERGY INC-CLASS A	PBF US Equity	2.3	3.0	10.5	n.a.	1.3	2.9
US refineries		5.5	5.6	11.4	3.8	3.7	5.8
Median		5.0	5.7	9.6	3.4	3.8	5.1
Unimot		3.6	8.1	7.8	4.6	5.0	4.9
Implied value p.s. PLN		**194.7**	**100.0**	**174.6**	**137.5**	**81.5**	**150.0**
Valuation (average)							**133.00**

Źródło: Bloomberg, BM Pekao

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 osiągane marże i wyniki finansowe grupy.

Kluczowe dane finansowe

P&L (PLN mn)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Revenues	**12 913**	**14 085**	**14 805**	**19 266**	**15 101**	**13 140**	**13 144**
EBITDA	**669**	**370**	**273**	**646**	**399**	**418**	**440**
adj. EBITDA	**243**	**308**	**357**	**490**	**399**	**418**	**440**
EBIT	**575**	**234**	**119**	**461**	**214**	**221**	**242**
Financial Income/(Cost)	-66	-46	-101	-83	-38	-37	-39
Pretax Profit	**509**	**187**	**19**	**378**	**176**	**184**	**203**
Income Tax	-20	-48	-9	-57	-33	-35	-39
Net Income	**489**	**139**	**9**	**321**	**143**	**149**	**165**

Balance Sheet (PLN mn)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Total Current Assets	**1 681**	**1 870**	**2 085**	**3 224**	**2 819**	**2 699**	**2 914**
Cash and Equivalents	410	402	324	309	542	472	549
Other Current Assets	1 270	1 469	1 762	2 915	2 277	2 227	2 365
Total Fixed Assets	**1 457**	**1 532**	**1 558**	**1 733**	**1 811**	**1 894**	**1 776**
Tangible Assets	792	802	778	824	943	1 066	988
Other Fixed Assets	665	729	780	909	868	828	788
Total Assets	**3 137**	**3 402**	**3 644**	**4 957**	**4 630**	**4 593**	**4 690**
Stockholders` Equity	**1 078**	**1 185**	**1 070**	**1 487**	**1 572**	**1 662**	**1 769**
Liabilities	**2 059**	**2 217**	**2 574**	**3 470**	**3 057**	**2 931**	**2 921**
Long -Term Debt	523	597	457	558	558	558	558
Short -Term Debt	494	564	746	821	821	821	821
Payables	690	753	1 041	1 620	1 208	1 081	1 071
Other liabilities	351	303	329	471	471	471	471
Total Equity & Liabilities	**3 137**	**3 402**	**3 644**	**4 957**	**4 630**	**4 593**	**4 690**
Net debt	607	759	880	1 070	837	907	830

Cash Flow (PLN mn)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Net income	489	139	9	321	143	149	165
Depreciation and Amortisation	94	137	154	185	185	197	198
Other (incl. WC)	-613	-106	221	-307	225	-77	-148
Operating Cash Flows	**-30**	**170**	**385**	**199**	**553**	**270**	**215**
Capital Expenditures	-131	-55	-32	-61	-264	-280	-80
Other	-24	6	-94	10	0	0	0
Cash Flows from Investing Activities	**-155**	**-49**	**-125**	**-51**	**-264**	**-280**	**-80**
Dividends paid	-40	-20	-49	-53	-57	-60	-57
Other	227	-187	-307	-31	0	0	0
Cash Flows from Financing Activities	**188**	**-206**	**-356**	**-84**	**-57**	**-60**	**-57**
Change in Cash	2	-85	-106	63	233	-70	77
Cash at the end of period	**410**	**402**	**324**	**309**	**542**	**472**	**549**
DPS (PLN)	4.86	2.38	6.00	6.50	7.00	7.35	7.00
Y/Y growth ratios							
Revenues	-3%	9%	5%	30%	-22%	-13%	0%
EBITDA	33%	-45%	-26%	136%	-38%	5%	5%
EBIT	18%	-59%	-49%	286%	-54%	3%	10%
Net profit	31%	-71%	-93%	3383%	-56%	5%	10%
EPS	31%	-71%	-93%	3383%	-56%	5%	10%
Margins							
EBITDA	**5.2%**	**2.6%**	**1.8%**	**3.4%**	**2.6%**	**3.2%**	**3.3%**
EBIT Margin	4.5%	1.7%	0.8%	2.4%	1.4%	1.7%	1.8%
Net Margin	3.8%	1.0%	0.1%	1.7%	0.9%	1.1%	1.3%
ROE	**45.3%**	**11.8%**	**0.9%**	**21.6%**	**9.1%**	**9.0%**	**9.3%**
Balance Sheet Ratios							
BVPS (PLN)	131.5	144.5	130.5	181.4	191.8	202.7	215.8
Net debt/EBITDA	0.9	2.1	3.2	1.7	2.1	2.2	1.9
Debt/Equity	94.4%	98.0%	112.4%	92.7%	87.7%	83.0%	78.0%

Źródło: BM Pekao

Tabela wskaźnikowa

Tabela wskaźnikowa (PLN mn)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
EPS, GAAP	59.59	17.00	1.12	39.12	17.41	18.22	20.08
Revenue	12 913	14 085	14 805	19 266	15 101	13 140	13 144
Gross margin (%)	5.6%	6.3%	5.7%	6.1%	6.0%	7.0%	7.1%
Operating Profit	575	234	119	461	214	221	242
EBIT	575	234	119	461	214	221	242
EBITDA	669	370	273	646	399	418	440
Pre-Tax Profit	509	187	19	378	176	184	203
Net Income Adj+	489	139	9	321	143	149	165
Net Income, GAAP	489	139	9	321	143	149	165
Net Debt	607	759	880	1 070	837	907	830
BPS	131	145	131	181	192	203	216
DPS	4.86	2.38	6.00	6.50	7.00	7.35	7.00
Return on Equity (%)	69%	13%	1%	30%	10%	9%	10%
Return on Assets (%)	29%	4%	0%	9%	3%	3%	4%
Depreciation	94	137	154	185	185	197	198
Amortization	0	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flows	-185	121	353	138	290	-10	135
CAPEX	-131	-55	-32	-61	-264	-280	-80

Źródło: BM Pekao

PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 24 LISTOPADA 2026 R. O GODZINIE 7:40 CET.

RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 24 LISTOPADA 2026 R. O GODZINIE 7:50 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 niemniejszej 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 jakiejkolwiek 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 czynników 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.

UJAWNIENIA 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 powiązana z nim osoba prawna 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 zamieszane 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 osiągane 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