

Unimot

Rosnąca premia łądowa wsparciem dla wyników do końca 2026r.

Podtrzymujemy naszą rekomendację **Kupuj** dla Unimot, wyznaczając **12 miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 194.50 (wcześniej PLN 158.14)**.

Choć wojna w Zatoce Perskiej i zamknięcie Cieśniny Hormuz przywołują na myśl lata 2022-23, z punktu widzenia bilansu paliw i ropy na świecie obecna sytuacja jest dużo bardziej poważna niż wydarzenia, których byliśmy świadkami kilka lat temu. W 2022 r. produkcja ropy na świecie wzrosła o 5% (!) a największym problemem rynku było przekierowanie produktów i ropy pochodzenia rosyjskiego z kierunku europejskiego do Indii i Chin. Można powiedzieć, że problemy tamtego okresu, choć w krótkim terminie uciążliwe, sprowadzały się do logistyki. Obecnie mamy do czynienia z realnym deficytem na rynku ropy i paliw w skali 10.5mn baryłek dziennie. O ile w pierwszym miesiącu konfliktu poziomy zapasów zachowywały się bardzo stabilnie, to ostatnie tygodnie pokazują, że braki przybierają na sile. W takim otoczeniu, oprócz ceny ropy i marż rafineryjnych rośnie również premia łądowa czyli marża hurtownika. W marcu i kwietniu benchmarkowa premia łądowa na dieslu w Polsce wyniosła PLN 991/mcm i PLN 1089/mcm wobec średniej PLN 701/mcm dla 2025 r. W naszej ocenie Unimot będzie w stanie zmonetyzować większość wzrostu marży na ok. 50-60% wolumenu sprzedaży w segmencie diesla, który oprócz sprzedaży tego paliwa w Polsce zarabia również na biopaliwach, oleju opałowym, oraz sprzedaży na Ukrainę w systemie back-to-back (czyli tylko pod konkretne zapotrzebowanie rynku, bez ryzyka cenowego i magazynowego). Według ostatniej konferencji po wynikach za 4Q25, spółka nie ma ekspozycji na rynek spot od strony zakupowej, w odróżnieniu od strony sprzedażowej gdzie Unimot ograniczył sprzedaż kontraktową (co oznacza bardzo sprzyjające ustawienie portfela handlowego). Tym samym szacujemy, że oczyszczona EBITDA w segmencie paliw wyniesie w 2026r. 365 mln PLN wobec 104 mln PLN w 2025 i 436 mln PLN w 2022 r.

Warto również wspomnieć o 2 innych segmentach, których wyniki będą zależały od obecnej sytuacji na Bliskim Wschodzie. LPG również było jednym z kluczowych towarów eksportowych krajów Zatoki, dlatego oczekujemy poprawy wyników w tym segmencie biorąc pod uwagę fakt, że Unimot zakontraktował całość wolumenu przed wojną. W bitumenach sytuacja może być odwrotna, braki ciężkich frakcji oraz sprzedaż kontraktowa mogą prowadzić do kompresji marży stąd nasze szacunki wskazujące na spadek EBITDA rdr o 26%. Podkreślamy również, że Unimot jako jeden z beneficjentów obecnej sytuacji rynkowej może zostać obłożony podatkiem od zysków nadmiarowych. Biorąc pod uwagę, że rząd chce zrównoważyć spadek przychodów z akcyzy i VAT na paliwa, skala oczekiwanych przychodów raczej wskazuje na Orlen jako głównego płatnika, ale istnieje niezerowe prawdopodobieństwo, że w pewnej skali hurtownicy również będą zmuszeni oddać część zysków do budżetu.

Kluczowe dane finansowe

PLN mn	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2028e
Przychody	12 913	14 085	14 805	20 243	17 371	16 732	16 403
EBITDA	669	370	273	623	444	411	411
znorm. EBITDA	243	308	357	573	432	381	386
Zysk netto	489	139	9	292	178	152	161
EPS	59.6	17.0	1.1	35.6	21.7	18.5	19.7
DPS	13.7	4.00	6.00	6.00	10.00	10.50	7.00
DY	8.6%	2.5%	3.8%	3.8%	6.3%	6.6%	4.4%
P/E	2.7	9.4	141.7	4.5	7.3	8.6	8.1
EV/EBITDA	7.9	6.7	6.1	3.4	4.5	4.8	4.4

Źródło: Spółka, BM Pekao

Kupuj

Poprzednio: **Kupuj**

Cena docelowa **PLN 194.50**

Poprzednio: **PLN 158.14**

Potencjał wzrostu **+22%**

Cena z 5 maja 2026 **PLN 159.2**

ESG Rating **B**

Punkty ESG **1.08**

Wykres relatywny akcji vs. WIG



INFORMACJE DOT. AKCJI

Bloomberg	UNT PW
Free float (%)	20.5
Kapitalizacja (PLNm)	1303.0
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	8
Ryzyka	11
Tabelki z prognozami	12
Zastrzeżenia	14



Tezy inwestycyjne

Wojna w Iranie i blokada Cieśniny Hormuz skutkuje ograniczoną dostępnością paliw na świecie

■ Blokada handlu w Cieśninie Hormuz trwa już ponad 2 miesiące i w odróżnieniu od wojny na Ukrainie, realnie wpływa na ograniczenie podaży ropy i paliw na świecie. W 2022 r. Rosja nie ograniczała produkcji ropy i paliw w znaczącym stopniu, a jedynym problemem była stopniowa reorganizacja handlu tak by przekierować strumień produktów z UE do destynacji, które nie nałożyły na Rosję sankcji (głównie Indie, Chiny).

Eksport przez Cieśninę Hormuz przed wojną (mbp/d)

	Ropa naftowa (wl. Kondensaty)	Paliwa	Total
Bahrain	0.0	-0.2	-0.2
Iran	-1.7	-0.7	-2.4
Iraq	-3.3	-0.3	-3.6
Kuwait	-1.4	-1.0	-2.4
Qatar	-0.7	-0.7	-1.4
Saudi Arabia	-5.4	-0.8	-6.2
Saudi-Kuwaiti Neutral Zone	-0.4	0.0	-0.4
United Arab Emirates	-2.0	-1.2	-3.2
Hormuz eksport dziennie	-15.0	-4.9	-19.9

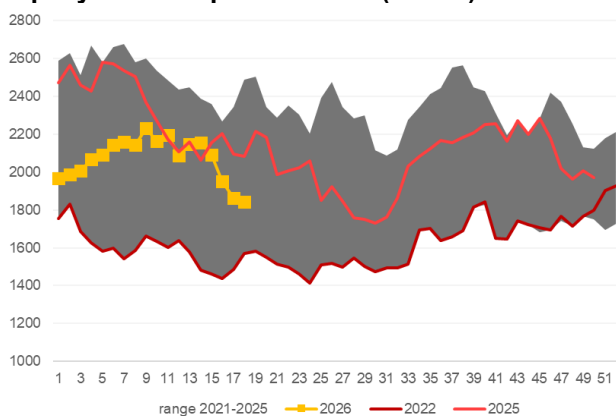
Źródło: IEA, BM Pekao forecast

Przekierowanie eksportu z Hormuz (mbp/d)

Replacement	Crude oil	Fuels	Total
Iran (Strait of Hormuz)	1.2	0.7	1.9
Fujairah (UAE)	1.0		1.0
Yanbu	4.0		4.0
Other SoH tankers	0.5		0.5
Russia floating storage	0.0		0.0
Total replacement	6.7	0.7	7.42
IEA emergency release	2.0	0.0	2.0
Net daily deficit	-6.3	-4.2	-10.5

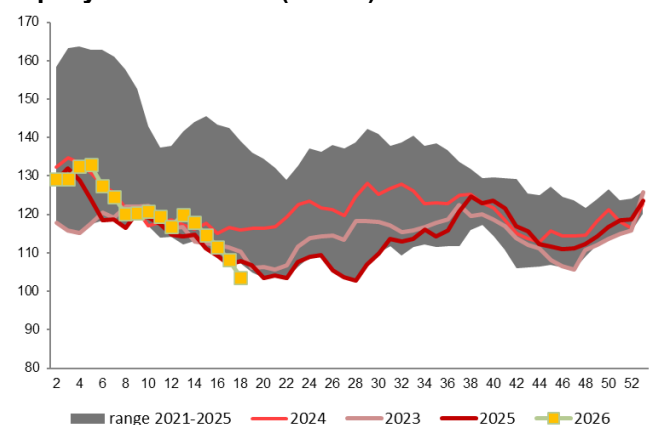
■ Obecnie sytuacja wydaje się dużo bardziej poważna. W pierwszych dniach ataku USA i Izraela na Iran globalny ubytek ropy i produktów ropopochodnych wyniósł odpowiednio 15mbpd i 5mbpd i był największym tego typu wydarzeniem w historii. Niektórym krajom Zatoki udało się przekierować część produkcji omijając transport Cieśniną Hormuz (Yanbu, Fujairah) a kraje konsumujące ropę uwalniają część rezerw strategicznych (SPR). Skalę tych rozwiązań szacuje się na odpowiednio 6.7mbpd i 2mbpd, więc w dalszym ciągu realnie, każdego dnia, globalny system traci 10.5mbpd ropy i paliw, które równoważy spadek popytu i sprzedaż z zapasów komercyjnych. Wspomniane obejście blokady Cieśniny dotyczy ropy naftowej a nie produktów, dlatego naszym zdaniem sytuacja w paliwach jest trudniejsza.

Zapasy diesla w portach ARA (k tons)



Źródło: Bloomberg, BM Pekao forecast

Zapasy diesla w USA (m bbs)





■ Wraz z cenami ropy i marżami rafineryjnymi, bardzo mocno wzrosły również marże hurtownika (premia ładowa), co wynika z ogólnych problemów z dostępnością paliw. W marcu i kwietniu benchmarkowa premia ładowa na dieslu w Polsce wyniosła PLN 991/mcm i PLN 1089/mcm wobec średniej PLN 701/mcm w 2025 r.

Polska: Premia ładowa na dieslu (PLN/cm)



Źródło: Bloomberg, Retuers, BM Pekao

Podatek od zysków nadmiarowych ryzykiem dla pełnej realizacji obecnego otoczenia makro

■ W efekcie wprowadzenia programu CPN mającego na celu ochronę polskiego konsumenta przed wysokimi cenami paliw, polski rząd poinformował o pracach nad podatkiem od zysków nadmiarowych. Nie wiemy obecnie jakie podmioty zostaną nim objęte. W trakcie kryzysu 2022-23 tylko Orlen był płatnikiem tej daniny, co nie oznacza, że tym razem hurtownicy także nie zostaną nią objęci.

■ Według ostatnich wypowiedzi Ministra Finansów, rząd celuje w przychody z podatku w skali powyżej PLN 4bn, tak aby zrównoważyć ubytek PLN 1.6bn przychodów z VATu i akcyzy wskutek wprowadzenia CPK, prawdopodobnie do końca maja. Wobec braku perspektyw na szybkie zażegnanie konfliktu, w naszej ocenie, tarcza ochronna konsumentów może zostać przedłużona w czasie.

■ Przykładając 20% mnożnik dla zysków w samym segmencie diesla, Unimot mógłby zapłacić ok. PLN 72mn podatku, co przekładałoby się na ok. PLN 9 p.s. vs nasza obecna wycena.

■ Biorąc pod uwagę jaką rolę pełni niezależny hurt paliwowy w domknięciu bilansu podaży diesla w Polsce, rząd może podjąć decyzję o opodatkowaniu tylko działalności Orleu w zakresie działalności, której nie da się przenieść za granicę. Naszym zdaniem istniałoby ryzyko, że w chwili opodatkowania niezależnych hurtowników część hurtu w naturalny sposób przeniosłaby się za granice Polski co skutkowałoby większym deficytem oleju napędowego, ceteris paribus. Z tego powodu, w tym raporcie nie zakładamy płatności podatku od zysków nadmiarowych przez Unimot.

Unimot: Prognozy finansowe (PLN mn)

P&L	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Przychody	8 193	13 369	12 913	14 085	14 805	20 243	17 371	16 732	16 403	15 018	14 833	14 833
Marża netto na sprzedaży	366	954	724	881	847	1 314	1 136	1 096	1 104	1 111	1 117	1 121
Koszty sprzedaży	-212	-367	-465	-492	-576	-576	-576	-576	-576	-576	-576	-576
Koszty zarządu	-49	-97	-131	-150	-147	-186	-186	-186	-186	-186	-186	-186
EBITDA	116	502	669	370	273	623	444	411	411	411	411	411
skorygowana EBITDA	71	514	243	308	357	573	432	381	386	391	396	401
Paliwa	83	436	43	80	104	365	178	102	102	102	102	102
LPG	17	69	50	12	-8	32	43	23	23	23	23	23
Infrastruktura	0	0	50	85	117	121	133	152	152	152	152	152
Asfalty	0	0	73	114	118	87	87	87	87	87	87	87
Gaz naturalny	2	30	40	39	23	31	31	31	31	31	31	31
Energia elektryczna	-8	47	11	19	4	12	12	12	12	12	12	12
PV	-9	1	-7	-1	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
Stacje benzynowe	1	4	7	17	17	15	15	15	15	15	15	15
Paliwa stałe	-1	2	8	1	4	6	6	6	6	6	6	6
Projekty wzrostowe (Drony, etc.)	0	0	0	0	0	0	0	2	7	12	17	22
Pozostałe	-16	-76	-33	-59	-18	-91	-69	-43	-43	-43	-43	-43
D&A	12.7	16.5	94.1	136.6	154.3	146.6	145.9	151.9	144.1	137.2	131.0	127.4
EBIT	104	485	575	234	119	476	298	259	266	273	280	283
Koszty finansowe netto	-8	-21	-66	-46	-101	-48	-37	-36	-29	-20	-12	-7
Zysk przed opodatkowaniem	96	464	509	187	19	429	261	223	237	253	268	277
Podatek CIT	-20	-90	-20	-48	-9	-137	-83	-71	-76	-81	-85	-88
Zysk netto	76	374	489	139	9	292	178	152	161	173	182	188

Źródło: Spółka, BM Pekao

Unimot: Zmiana prognoz vs poprzednia aktualizacja Pekao

PLN mn	2026E			2027E			2028E		
	NOWA	POPZR	różnica	NOWA	POPZR	różnica	NOWA	POPZR	różnica
Przychody	20 243	13 793	47%	17 371	14 125	23%	16 732	14 241	17%
skorygowana CCS EBITDA	573	371	54%	432	416	4%	381	400	-5%
EBIT	476	225	112%	298	279	7%	259	267	-3%
Zyysk netto	292	144	103%	178	188	-5%	152	181	-16%

Źródło: Spółka, BM Pekao

Wyniki za 4Q25 - EBITDA potwierdzona na poziomie 83 mln zł. Adj. EBITDA +6% vs wstępne wyniki. Solidny OCF ex-NWC w wysokości PLN 109mn

Unimot opublikował ostateczną EBITDA za 4Q25 na poziomie 85 mln PLN, zgodną z danymi wstępnymi opublikowanymi w lutym. EBITDA skorygowana wyniosła 111 mln PLN, czyli o 6% więcej niż w danych wstępnych.

- **Przychody** wyniosły 3 896 mln PLN (-1% r/r, +5% k/k)
- **Raportowana EBITDA** wyniosła 85 mln PLN, zgodnie z danymi wstępnymi
- **EBITDA skorygowana** wyniosła 111 mln PLN, +6% vs dane wstępne
- **Koszty ogólne** wzrosły o 19% r/r do 47 mln PLN
- **Koszty sprzedaży** wzrosły o 6% r/r (vs -1% r/r na poziomie przychodów)
- **Sprzedaż diesla** wyniosła 700 tys. m³ (+2% r/r, +17% k/k)
- **Sprzedaż LPG** wzrosła o 25% r/r do 77 tys. Ton



- **Przepływy operacyjne (OCF)** wyniosły 261 mln PLN vs 149 mln PLN rok wcześniej
- **OCF przed zmianą kapitału obrotowego (NWC)** wyniósł 109 mln PLN, co stanowiło 98% EBITDA skorygowanej
- **CAPEX** wyniósł 3 mln PLN
- **Dług netto** spadł o 10% k/k do 880 mln PLN z 976 mln PLN na koniec 3Q25

Unimot: wyniki finansowe za 4Q25

P&L	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	yoy (%)	qoq (%)
Revenues	3 950	3 480	3 718	3 719	3 896	-1%	5%
Gross profit on sales	310	177	248	177	246	-21%	39%
Sales costs	-145	-128	-169	-126	-154	6%	22%
Overheads	-39	-38	-48	-15	-47	19%	210%
EBITDA	162	42	74	75	83	-49%	10%
adj. EBITDA	75	47	110	88	111	49%	26%
Fuels	32	24	36	18	26	-19%	43%
LPG	-7	4	1	-14	2	-128%	-113%
Infrastructure	22	26	25	32	33	52%	3%
Asphalts	19	-7	44	50	31	66%	-37%
Natural gas	21	2	8	0	13	-39%	2703%
Electricity	4	1	2	0	1	-73%	250%
PV	0	0	-1	1	-4	5908%	-769%
Fuels stations	6	4	4	7	4	-31%	-42%
Solid fuels	0	1	-1	2	1	-688%	-60%
Growth projects							
Remainder	-21	-8	-7	-8	4	-121%	-157%
Depreciation	36	37	37	39	42	15%	9%
EBIT	126	5	37	36	41	-68%	12%
Net financials	10	-15	-48	-28	-10	-205%	-64%
Pre-tax profit	135	-10	-11	9	31	-77%	257%
Corporate tax	-31	0	-8	9	-10	-68%	-215%
Net profit	104	-10	-19	17	21	-80%	22%
OCF	149	55	136	-68	261	75%	-483%
OCF pre-NWC change	153	37	56	84	109	-29%	30%
CAPEX	-4	-7	-12	-10	-3	-28%	-70%
FCF	147	46	61	-99	250	70%	-353%
Net debt	759	749	760	976	880	16%	-10%
OCF pre-NWC/EBITDA	206%	77%	51%	95%	98%	-52%	3%

Źródło: Spółka, BM Pekao

Najważniejsze wnioski z konferencji po wynikach za 4Q25:

- **Podsumowanie 2025** - Unimot określił 2025 jako dobry rok, napędzany wyższymi wolumenami paliw, silnym popytem na benzynę i paliwo lotnicze, rekordowymi wynikami w bitumenach oraz rosnącą sprzedażą gazu i energii do klientów końcowych. LPG był głównym słabym punktem, ale paliwa i bitumeny zrekompensowały straty.
- **Paliwa** - Segment paliw odnotował wyższe wolumeny przy stabilnych marżach. Premie lądowe były stabilne w 2025, ale istotnie wzrosły na początku 2026 w warunkach wysokiej zmienności i backardation, co pomogło pokryć koszty finansowania i zapasów obowiązkowych. Spółka ocenia obecny poziom premii pozytywnie, choć pozostaje on wrażliwy na czynniki geopolityczne.



- **Diesel / Rynek** - Konsumpcja diesla w Polsce jest stabilna lub lekko spadająca, m.in. przez zmiany w przepływach transportowych po wybuchu wojny w Ukrainie oraz sankcje na Rosję. Zarząd widzi większe ryzyko niedoborów produktów rafinowanych niż samej ropy, szczególnie jeśli zniszczenia rafinerii w rejonie Zatoki Perskiej okażą się istotne.
- **Fuels Contracting (Spot vs Forward)** - Po stronie zakupów spółka jest w bardzo komfortowej sytuacji – na 2026 rok zakontraktowała rekordowe wolumeny paliw z rafinerii niemieckiej na warunkach sprzed wybuchu konfliktu, czyli przy niższych premiach i korzystniejszych cenach. W efekcie praktycznie nie ma ekspozycji na zakupy spot w paliwach. Jedynym wyjątkiem są transakcje realizowane na Ukrainę, które są robione back-to-back (czyli tylko pod konkretne zapotrzebowanie rynku, bez ryzyka cenowego i magazynowego). Po stronie sprzedaży sytuacja jest odwrotna – spółka celowo ograniczyła kontrakty długoterminowe (forward), zwłaszcza do dużych sieci (np. hipermarketów), aby zwiększyć udział sprzedaży na rynku spot. Dzięki temu może korzystać z wysokich premii i obecnych warunków rynkowych, sprzedając paliwo drożej niż w kontraktach zawartych wcześniej.
- **Benzyna i paliwo lotnicze** - Konsumpcja benzyny rośnie dynamicznie. Paliwo lotnicze ma atrakcyjny potencjał strukturalny (Polska wciąż poniżej poziomów Europy Zachodniej), choć krótkoterminowo popyt osłabł przez ograniczenie lotów na Bliski Wschód, co chwilowo bilansuje rynek.
- **RED II / paliwa niskoemisyjne** - Wejście RED II w 2026 zwiększa obowiązki (m.in. paliwa II generacji). Spółka traktuje to jako szansę, podkreślając swoją pozycję w HVO i paliwach niskoemisyjnych.
- **LPG** - LPG był nierentowny w 2025 przez „przeciekające” sankcje i napływ rosyjskiego n-butanu. W 2026 sytuacja znacząco się poprawiła – import rosyjski został zatrzymany, marże wróciły do normy, a marzec–kwiecień były bardzo dobre. Ryzykiem pozostaje potencjalny spadek popytu przy wysokich cenach detalicznych.
- **Gaz i energia** - Wyniki w gazie i energii spadły r/r z powodu stabilizacji rynku, niższej zmienności i słabszych możliwości tradingowych. W gazie spółka widzi potencjał przy powrocie zmienności (szczególnie trading międzykrajowy). W energii inwestuje w technologie i automatyzację, aby poprawić możliwości arbitrażu.
- **Bitumeny** - Rekordowe wyniki w 2025 dzięki wysokim marżom i wolumenom. 2026 zaczął się dobrze (wysoka zmienność), ale oczekiwany jest słabszy rok z powodu niższego popytu krajowego i kontrakcji. Ograniczenie dostaw ropy kazachsko-rosyjskiej do PCK Schwedt może wspierać ceny bitumenów.
- **Infrastruktura i logistyka** - EBITDA w logistyce wzrosła r/r dzięki terminalom. Planowane są inwestycje w nowe pojemności magazynowe (szczególnie jet fuel i zapasy obowiązkowe), z kontrybucją od 2028. Olavion pozostaje rentowny, ale pod presją spadających marż w transporcie kolejowym. Magazynowanie paliwa lotniczego może być kluczowym kierunkiem inwestycji. Spółka widzi w tym stabilne, długoterminowe źródło EBITDA.
- **Paliwa stałe** - Segment poprawił wyniki dzięki „normalnej zimie”, wyższemu popytowi i stabilizacji rynku. Zarząd ocenia sytuację jako satysfakcjonującą po wcześniejszych problemach z nadpodażą.
- **Dług i kapitał obrotowy** - Dług netto był niższy na koniec 2025, ale oczekiwany jest wzrost na koniec 1Q26 z powodu wyższych cen i zmienności. Płynność pozostaje pod kontrolą, a kowenanty nie uwzględniają wartości zapasów obowiązkowych.
- **Zapasy obowiązkowe** - Wysokie koszty utrzymania zapasów negatywnie wpłyną na wyniki 2026. Spółka planuje pokazać skorygowany wpływ w 3Q26.



- **Outlook 2026** - Zarząd pozostaje pozytywnie nastawiony mimo ryzyk geopolitycznych. Główne wsparcie: paliwa, LPG, trading gazu, terminale i paliwa stałe. Słabsze mogą być bitumeny i Olavion.
- **Strategia / EBITDA 2028** - Cel 690 mln PLN EBITDA skorygowanej na 2028 pozostaje bez zmian. Droga do jego realizacji może się zmienić, m.in. większy udział mogą mieć M&A i stabilne biznesy.
- **M&A** - Spółka analizuje różne możliwości (w tym aktywa logistyczne/kolejowe), ale nie komentuje szczegółów. Bilans powinien umożliwić transakcje po ustabilizowaniu rynku.
- **Dywidenda** - Rekomendacja 6 PLN/akcję za 2025 (bez zmian r/r). Zarząd chciałby wyższych dywidend, ale ograniczeniem są wyższe nakłady inwestycyjne i zmienność rynku.

Wycena

Stosujemy metody wyceny DCF oraz porównawczą, z wagami odpowiednio 90% i 10%. Nasz model DCF implikuje 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 189.90 PLN na akcję. Wycena porównawcza, oparta na mnożnikach P/E oraz EV/EBITDA, wskazuje na cenę docelową 235.86 PLN na akcję.

Unimot: podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wartość implikowana (PLN)	Waga (%)
12M wycena DCF	189.90	90%
12M wycena mnożnikowa	235.86	10%
12M cena docelowa	194.50	
Obecna cena	159.20	
Upside/downside (%)	22%	

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 5.66% 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 2.0%.

Unimot: Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)

Kalkulacja WACC	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal Year
Stopa wolna od ryzyka	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	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	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	1.1
Koszt kapitału własnego	13.5%	13.3%	12.7%	12.3%	11.7%	11.5%	9.0%
Koszt długu	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	6.0%
Koszt długu po podatku	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	4.9%
Wskaźnik zadłużenia (D/D+E)	33%	31%	25%	19%	10%	5%	7%
WACC	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.2%	11.2%	8.7%

Unimot: wycena DCF

(PLN mln)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal Year
Przychody	20 243	17 371	16 732	16 403	15 018	14 833	14 833
EBIT	476	298	259	266	273	280	283
Podatek	-90	-57	-49	-51	-52	-53	-54
NOPAT	386	242	210	216	221	226	229
Deprecjacja i amortyzacja	147	146	152	144	137	131	127
Zmiana kapitału obrotowego	-98	39	-28	-45	13	-60	-50
CAPEX	-64	-264	-79	-79	-79	-79	-127
FCFF	371	163	255	236	293	219	179
<i>Wzrost wartości rezydualnej</i>							0.0%
Wartość rezydualna							2 062.1
<i>Czynnik dyskontujący</i>	0.90	0.81	0.73	0.66	0.59	0.53	0.53
Zdyskontowane przepływy pieniężne	334.1	132.5	186.3	155.0	172.9	116.3	1 094.7
Wartość przedsiębiorstwa - 31 grudnia 2025	2 192						
Dług netto	880						
Udziały mniejszości	-1						
Wartość kapitału własnego - 31 grudnia 2025	1 314						
Liczba akcji (mn)	8.2						
12M cena docelowa na akcję (31 grudnia 2025)	189.90						
Cena akcji na dzień 5 maja 2026 (PLN)	159.20						
<i>Potencjał wzrostu/spadku</i>	19%						

Dynamika przychodów rdr	17%	-14%	-4%	-2%	-8%	-1%	0.0%
marża EBIT	2.4%	1.7%	1.5%	1.6%	1.8%	1.9%	1.9%
Stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Inwestycje/przychody	0.3%	1.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.9%
Inwestycje/deprecjacja	43.3%	180.6%	51.7%	54.5%	57.3%	60.0%	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%
3.7%	182.14	190.30	199.35	209.43	220.75	233.53	248.09
4.7%	173.21	181.07	189.78	199.49	210.38	222.69	236.71
5.7%	164.60	172.16	180.55	189.90	200.39	212.25	225.75
6.7%	156.28	163.57	171.65	180.66	190.77	202.19	215.20
7.7%	148.25	155.27	163.06	171.74	181.48	192.49	205.03

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	6.2	7.0	6.9	4.1	4.4	4.3
MOL HUNGARIAN OIL AND GAS PL	MOL HB Equity	8.5	7.9	7.7	3.7	3.6	3.5
NESTE OYJ	NESTE FH Equity	12.2	15.0	14.7	7.8	8.2	7.8
TUPRAS-TURKIYE PETROL RAFINE	TUPRS TI Equity	7.0	9.2	9.1	4.7	5.2	7.4
POLSKI KONCERN NAFTOWY ORLEN	PKN PW Equity	8.7	10.0	10.5	4.0	4.2	4.4
HELLENIQ ENERGY HOLDINGS SA	ELPE GA Equity	9.1	10.2	8.0	5.1	5.1	5.0
MOTOR OIL (HELLAS) SA	MOH GA Equity	6.9	8.3	9.6	5.2	6.0	6.2
European oil companies		8.5	9.2	9.1	4.7	5.1	5.0
MARATHON PETROLEUM CORP	MPC US Equity	11.1	12.5	13.4	6.9	8.0	8.1
VALERO ENERGY CORP	VLO US Equity	10.1	13.0	15.0	6.2	7.9	8.6
PHILLIPS 66	PSX US Equity	11.7	11.2	11.8	7.8	7.6	7.8
DELEK US HOLDINGS INC	DK US Equity	13.9	25.3	92.5	5.0	5.7	5.8
CVR ENERGY INC	CVI US Equity	49.1	33.1	33.8	6.3	6.7	6.5
PBF ENERGY INC-CLASS A	PBF US Equity	8.9	9.8	16.1	n.a.	4.4	4.7
US refineries		11.4	12.7	15.5	6.3	7.1	7.2
Median		10.0	11.0	12.3	5.5	6.1	6.1
Unimot		4.5	7.3	8.6	3.4	4.5	4.8
Implied value p.s. PLN		355.2	237.9	228.2	340.5	254.0	240.1

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 osiągnięte marże i wyniki finansowe grupy.

Kluczowe dane finansowe

RZIS (PLN mln)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	12 913	14 085	14 805	20 243	17 371	16 732	16 403
EBITDA	669	370	273	623	444	411	411
znormalizowana EBITDA	243	308	357	573	432	381	386
EBIT	575	234	119	476	298	259	266
Koszt finansowy netto	-66	-46	-101	-48	-37	-36	-29
Zysk przed opodatkowaniem	509	187	19	429	261	223	237
Podatek	-20	-48	-9	-137	-83	-71	-76
Zysk netto	489	139	9	292	178	152	161

Bilans (PLN mln)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Aktywa obrotowe	1 681	1 870	2 085	2 766	2 577	2 690	2 867
Gotówka i ekwiwalenty	410	402	324	552	570	681	805
Pozostałe aktywa obrotowe	1 270	1 469	1 762	2 214	2 007	2 009	2 061
Aktywa trwałe	1 457	1 532	1 558	1 475	1 593	1 520	1 454
Rzeczowe aktywa trwałe	792	802	778	732	887	851	822
Pozostałe aktywa	665	729	780	743	706	669	632
Aktywa	3 137	3 402	3 644	4 241	4 170	4 210	4 321
Kapitał własny	1 078	1 185	1 070	1 313	1 409	1 474	1 579
Zobowiązania	2 059	2 217	2 574	2 928	2 761	2 735	2 742
Zobowiązania finansowe długoterminowe	523	597	457	457	457	457	457
Zobowiązania finansowe krótkoterminowe	494	564	746	746	746	746	746
Zobowiązania handlowe	690	753	1 041	1 396	1 228	1 203	1 210
Pozostałe zobowiązania	351	303	329	329	329	329	329
Pasywa	3 137	3 402	3 644	4 241	4 170	4 210	4 321
Dług netto	607	759	880	651	634	522	398

Przepływy pieniężne (PLN mln)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Zysk netto	489	139	9	292	178	152	161
Deprecjacja i amortyzacja	94	137	154	147	146	152	144
Pozostałe (zmiana kapitału obrotowego)	-613	-106	221	-98	39	-28	-45
Przepływy operacyjne	-30	170	385	341	363	276	260
Nabycie rzeczowych aktywów trwałych	-131	-55	-32	-64	-264	-79	-79
Pozostałe	-24	6	-94	0	0	0	0
Przepływy inwestycyjne	-155	-49	-125	-64	-264	-79	-79
Dywidendy	-40	-20	-98	-49	-82	-86	-57
Pozostałe	227	-187	-258	0	0	0	0
Przepływy finansowe	188	-206	-356	-49	-82	-86	-57
Zmiana środków pieniężnych	2	-85	-106	228	18	111	124
Gotówka na koniec okresu	410	402	324	552	570	681	805
DPS (PLN)	4.86	2.38	12.00	6.00	10.00	10.50	7.00

Stopy wzrostu rdr	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	-3%	9%	5%	37%	-14%	-4%	-2%
EBITDA	33%	-45%	-26%	128%	-29%	-8%	0%
EBIT	18%	-59%	-49%	300%	-37%	-13%	3%
Zysk netto	31%	-71%	-93%	3071%	-39%	-15%	6%
EPS	31%	-71%	-93%	3071%	-39%	-15%	6%

Marże	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
EBITDA	5.2%	2.6%	1.8%	3.1%	2.6%	2.5%	2.5%
EBIT	4.5%	1.7%	0.8%	2.4%	1.7%	1.5%	1.6%
Netto	3.8%	1.0%	0.1%	1.4%	1.0%	0.9%	1.0%
ROE	45.3%	11.8%	0.9%	22.2%	12.6%	10.3%	10.2%

Mnożniki bilansu	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
BVPS (PLN)	131.5	144.5	130.5	160.2	171.9	179.9	192.6
Dług netto/EBITDA	0.9	2.1	3.2	1.0	1.4	1.3	1.0
Dług/Kapitał własny	94.4%	98.0%	112.4%	91.6%	85.4%	81.6%	76.2%

Źródło: BM Pekao

Tabela wskaźnikowa

Tabela wskaźnikowa (PLN mn)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
EPS, GAAP	59.59	17.00	1.12	35.62	21.71	18.50	19.69
Revenue	12 913	14 085	14 805	20 243	17 371	16 732	16 403
Gross margin (%)	5.6%	6.3%	5.7%	6.5%	6.5%	6.6%	6.7%
Operating Profit	575	234	119	476	298	259	266
EBIT	575	234	119	476	298	259	266
EBITDA	669	370	273	623	444	411	411
Pre-Tax Profit	509	187	19	429	261	223	237
Net Income Adj+	489	139	9	292	178	152	161
Net Income, GAAP	489	139	9	292	178	152	161
Net Debt	607	759	880	651	634	522	398
BPS	131	145	131	160	172	180	193
DPS	4.86	2.38	12.00	6.00	10.00	10.50	7.00
Return on Equity (%)	69%	13%	1%	27%	14%	11%	11%
Return on Assets (%)	29%	4%	0%	8%	4%	4%	4%
Depreciation	94	137	154	147	146	152	144
Amortization	0	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flows	-185	121	353	277	100	197	182
CAPEX	-131	-55	-32	-64	-264	-79	-79

Źródło: BM Pekao

PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 6 MAJA 2026 R. O GODZINIE 7:00 CET.

RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 6 MAJA 2026 R. O GODZINIE 7:40 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 datę 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 zawarze 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 zawieszona. 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) wyliczony 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