Raport aktualizujący dla PWPA GPW | **Paliwa** | Polska | **23 September 2026**

Unimot

Podwyższona premia lądowa nie pomogła

Obniżamy naszą rekomendację dla Unimot do Sprzedaj, wyznaczając 12 miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 142.10 (poprzednio PLN 194.50). W naszej ocenie performance segmentu paliw w 2Q26 był rozczarowujący w porównaniu do ogólnego benchmarku premii lądowej. Oczekiwaliśmy, że diesel stanie się kołem zamachowym dla wyników spółki, podczas gdy oczyszczona EBITDA w segmencie w 2Q26 okazała się jedynie 8% wyższa rdr i 11% niższa qdq, przy wzroście premii lądowej powyżej PLN 1000/mcm. Powodów takiego stanu rzeczy upatrujemy głównie w **kontraktacji dostaw diesla na morzu na mniej korzystnych warunkach vs kontrakt z rafinerią PCK Schwedt**. Jeśli chodzi o premię lądową w 3Q26, to średnia do tej pory wynosi jedynie PLN 760/mcm i jest zbliżona do słabych poziomów sprzed wojny. Podejrzewamy, że spory wpływ na premię w 2Q i jej spadek w 3Q mógł mieć program CPN, który oprócz krótkiego powrotu na 2 ostatnie tygodnie sierpnia, wygasł właśnie w 3Q26. W odróżnieniu od segmentu paliwowego, dużo lepiej od naszych oczekiwań radzą sobie 2 pozostałe największe segmenty w spółce: bitumenów oraz infrastruktury. W przypadku bitumenów jest to o tyle ciekawe, że kontrakty na dostawę asfaltów są podpisywane na dłuższy termin, i przy rosnącym koszcie wsadu marża teoretycznie powinna spadać. **Dodatkowym negatywnym czynnikiem, na który zwracamy uwagę, pozostaje bardzo słaba konwersja EBITDA na CFO, które w 1H26 wyniosły PLN -300mn.** W normalnych warunkach oczekiwalibyśmy ich poprawy wraz ze spadkiem cen produktów i uwalnianiem kapitału obrotowego, jednak przy braku perspektyw na szybkie wygaszenie dwóch głównych konfliktów geopolitycznych normalizacja w 2H26 może okazać się ograniczona.

Jeśli chodzi o podatek windfall to ustawa, która mogła zabrać Unimotowi PLN 200-300mn została zawetowana przez prezydenta i odesłana do trybunału konstytucyjnego. Prezydent przedstawił 2 powody dla weta: vacatio legis i ogólną niechęć do wprowadzania kolejnych podatków, które mogłyby skutkować późniejszym ich przerzuceniem na konsumenta. W tym kontekście patrzymy również na kolejną próbę opodatkowania branży podwyższonym podatkiem CIT na kolejne 3 lata, który według naszych szacunków mógłby kosztować Unimot PLN 50/40/30mn w 2027/28/29e. Trzecia opcja to ustawa prezydencka mrożąca marże na poziomie z 2026e – na tę propozycję najprawdopodobniej nie zgodzi się parlament.

Reasumując, z uwagi na słaby wpływ podwyższonej premii lądowej na wyniki Unimotu obniżamy prognozę wyników na 2026e/27e o 16%/6%. Wciąż oczekujemy solidnych wyników w tym roku, ale przedłużająca się słaba konwersja na przepływy operacyjne przemawia na niekorzyść spółki. Do tego, wskazujemy na kluczowe ryzyko podwyższonego CIT, podatku windfall lub regulacji marż dla potencjału wynikowego spółki w kolejnych kwartałach.

Kluczowe dane finansowe

PLN mn	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2028e
Przychody	12 913	14 085	14 805	18 708	17 066	16 396	15 931
EBITDA	669	370	273	480	404	422	430
znorm. EBITDA	243	308	357	481	404	422	430
Zysk netto	489	139	9	184	113	126	146
EPS	59.6	17.0	1.1	22.4	13.8	15.3	17.8
DPS	13.7	4.00	6.00	6.50	7.00	7.35	7.00
DY	8.3%	2.4%	3.6%	4.0%	4.3%	4.5%	4.3%
P/E	2.8	9.7	146.4	7.3	11.9	10.7	9.2
EV/EBITDA	8.1	6.8	6.2	5.0	5.9	5.4	5.0

Źródło: Spółka, BM Pekao

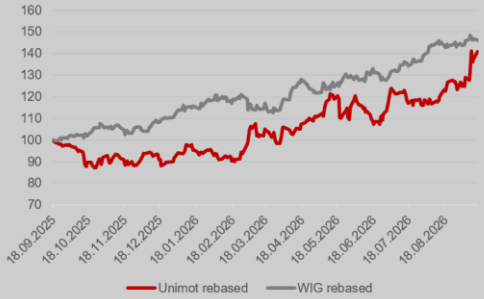
Sprzedaj
Poprzednio: Kupuj

Cena docelowa **PLN 142.10**
Poprzednio: PLN 194.50

Potencjał wzrostu **-14%**
Cena z 22 września 2026 PLN 164.40

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

Wykres relatywny akcji vs. WIG



INFORMACJE DOT. AKCJI

Bloomberg	UNT PW
Free float (%)	20.5
Kapitalizacja (PLNmn)	1348.0
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	3
Wycena	10
Ryzyka	14
Tabelki z prognozami	15
Zastrzeżenia	17

Tezy inwestycyjne

Wysokie wyniki w 1H26 nie przekładają się na generację gotówki

■ **Mimo wysokich wyników jakie spółka zaraportowała w 1H26 (PLN 250mn raportowanej i oczyszczonej EBITDA), przepływy operacyjne wyniosły PLN -300mn.** OCF z wyłączeniem zmiany kapitału obrotowego był równy PLN 193mn vs PLN 276mn w 1H22 kiedy wybuchła wojna na Ukrainie. Różnica między tymi dwoma konfliktami, czyli zakłócenia w dostawach vs realne problemy z dostępnością produktu, powodują że tym razem spółka nie jest w stanie dostarczyć takich samych przepływów jak 4 lata temu.

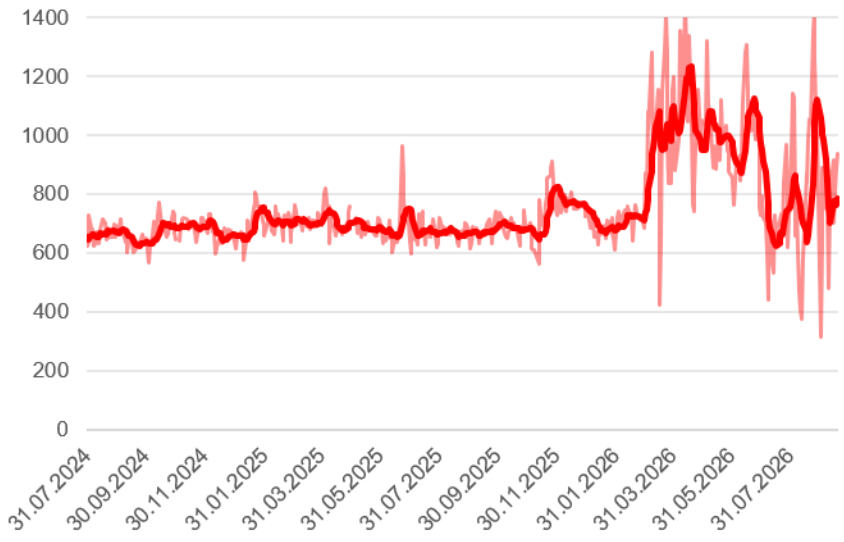
■ **W 2022 największy OCF spółka pokazała dopiero w 4Q, więc liczymy na podobny przypływ gotówki w tym roku –** ale jest on warunkowany normalizacją cen. Wobec braku perspektyw na zażegnanie 2 głównych konfliktów, które wywołały obecną sytuację, skala spadku NWC może być jednak niższa.

Normalizacja premii lądowej po zakończeniu CPN

■ **Po wybuchu konfliktu w Iranie, wraz ze wzrostem cen ropy i marż rafineryjnych, gwałtownie wzrosła również marża hurtowa (premia lądowa), czemu sprzyjała początkowa panika na rynku.** W marcu i kwietniu benchmarkowa premia lądowa na dieslu w Polsce wyniosła odpowiednio PLN 991/m³ i PLN 1,089/m³, wobec średnio PLN 701/m³ w 2025 r. Jak jednak pokazały wyniki segmentu paliwowego za 2Q26, tak silny wzrost benchmarkowej marży nie przełożył się na poprawę wyników Unimotu w tym obszarze.

■ **Wraz z wygaśnięciem programu CPN premia lądowa w 3Q26 wyraźnie spadła.** Czasowe wznowienie programu na dwa tygodnie w sierpniu przejściowo podbiło marżę, jednak szacujemy, że jej średni poziom w całym kwartale będzie o ok. PLN 250–300/m³ niższy niż w 2Q26, co potwierdził Unimot w komentarzu do wyników za 2Q26 podczas konferencji wynikowej.

Polska: Premia lądowa na dieslu (PLN/cm)



Źródło: Bloomerg, Retuers, BM Pekao

Ryzyka regulacyjne: podatek od zysków nadmiarowych, podwyższony CIT, prezydencki pakiet Paliwo Kosztuje Normalnie

■ **Pod koniec lipca prezydent Karol Nawrocki zawetował ustawę wprowadzającą podatek od zysków nadmiarowych spółek paliwowych.** Decyzję uzasadniał m.in. retroaktywnym charakterem przepisów oraz ryzykiem, że koszt nowego obciążenia zostałby w części przeniesiony na konsumentów końcowych. We wrześniu Sejm po raz kolejny uchwalił tę samą ustawę w oczekiwaniu, że Prezydent ostatecznie zgodzi się na to rozwiązanie.

■ **W odpowiedzi na prezydenckie weto rząd przedstawił projekt podwyższenia CIT dla przedsiębiorstw z sektora energetyczno-paliwowego.** Zgodnie z obecnymi założeniami stawka CIT miałaby wzrosnąć z 19% do 30% w 2027 r., a następnie spaść do 26% w 2028 r. i 23% w 2029 r. Od 2030 r. zakładany jest powrót do standardowej stawki CIT.

■ **Według naszych szacunków, przy obecnym kształcie projektu oraz naszych prognozach wyników Unimotu, łączne dodatkowe obciążenie CIT w latach 2027–29e wyniosłoby ok. PLN 53mn.** Odpowiada to negatywnemu wpływowi na wartość spółki na poziomie ok. PLN 6 na akcję.

■ **We wrześniu Prezydent złożył również swój własny projekt ustawy obniżającej ceny paliw.** Projekt przewiduje interwencje na rynku paliw w postaci regulacji marż rafineryjnej, hurtowej i detalicznej, gdy cena ropy Brent wzrośnie o co najmniej 20% w porównaniu do ubiegłego roku. Ustawa nie wskazuje konkretnych poziomów marż, mówi tylko o punkcie odniesienia w postaci średnich sprzed wybuchu wojny w Iranie. W związku z tym trudno jednoznacznie określić wpływ na wyniki spółek naftowych, ale co do zasady powinny być one negatywne dla Unimotu. Zamrożenie premii lądowej na ubiegłorocznych poziomach skutkowałoby stratami w segmencie diesla i asfaltów przy obecnej skali backwardation na rynku terminowym.

Blokada Cieśniny Hormuz trwa już pół roku. Eksport paliw w dalszym ciągu ograniczony. Konflikt z zatoki przenosi się na Morze Czerwone

■ **Blokada handlu przez Cieśninę Hormuz trwa już pół roku i pozostaje jednym z głównych czynników ograniczających podaż ropy i paliw na światowym rynku.** Poza bezpośrednim spadkiem eksportu paliw z Zatoki, blokada ogranicza również przepływy ropy, w szczególności do Chin, co przekłada się na niższy przerób tamtejszych rafinerii oraz ograniczenie eksportu produktów naftowych.

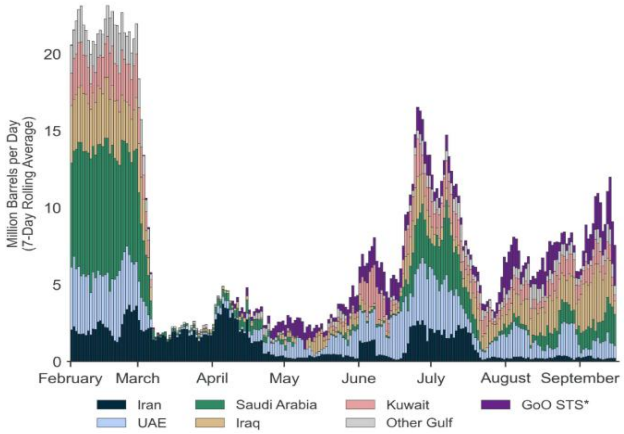
■ **Według danych Kplera, w sierpniu załadunki ropy i paliw na Bliskim Wschodzie przekroczyły 10 mbpd.** Wzrost załadunków w Zatoce został częściowo zrównoważony przez spadki na Morzu Czerwonym. Łączne wolumeny pozostają jednak na poziomie zaledwie ok. 40% normy sprzed wybuchu konfliktu.

■ **Iran prowadzi rozmowy z Omanem na temat utworzenia „tymczasowego korytarza" w Cieśninie Hormuz, co mogłoby umożliwić dalszy wzrost podaży na rynku.** Teheran uzależnia jednak powodzenie inicjatywy od akceptacji przez USA wcześniej uzgodnionego Memorandum of Understanding, które w praktyce dawałoby Iranowi kontrolę nad zasadami żeglugi przez Cieśninę.

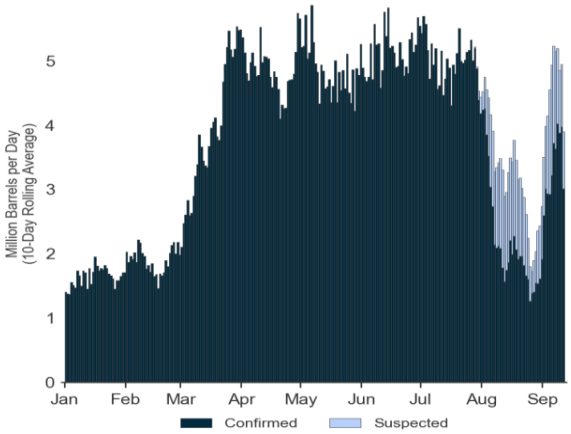
■ **W połowie września Houthi przeprowadzili serię ataków dronów na saudyjski rurociąg Wschód-Zachód prowadzący do portu w Yanbu**, co całkowicie wstrzymało dostawy ropy tą trasą. Wyłączenie rurociągu oznacza wstrzymanie

dostaw ok. 4-5% globalnej podaży ropy naftowej, co dodatkowo zwiększa pozytywną presję na krótkoterminowe ceny ropy i paliw.

Załadunki ropy i paliw w Zatoce Perskiej



Załadunki ropy i paliw na Morzu Czerwonym



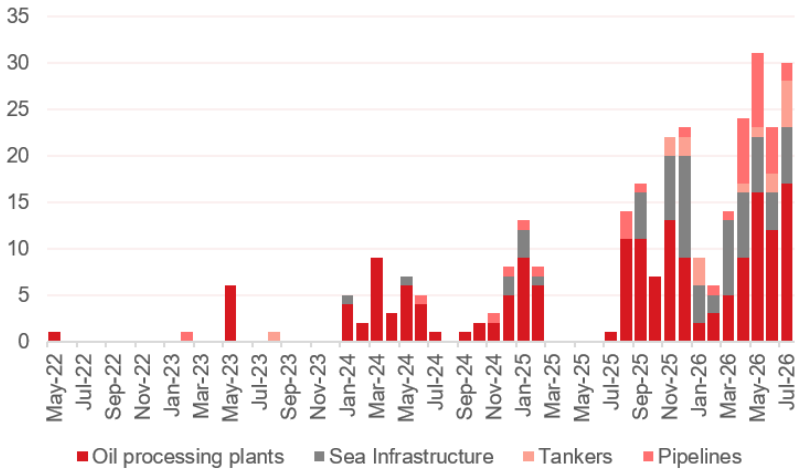
Źródło: Commodity Context, BM Pekao forecast

Ukraina intensyfikuje bombardowania rosyjskich rafinerii. Eksport spada

■ **Ukraińska kampania dronowa wymierzona w rosyjskie rafinerie osiągnęła w sierpniu rekordową skalę, a liczba ataków wzrosła do 21.** Poza samymi rafineriami, Ukraina coraz częściej atakuje również infrastrukturę portową oraz tankowce.

■ **W konsekwencji tych ataków moce produkcyjne benzyny w Rosji spadły ze 115 ktpd do ok. 80 ktpd, a obecny deficyt tego paliwa szacowany jest na ok. 30%.** Rosja przedłużyła również zakaz eksportu diesla do 1 września, przy czym według doniesień medialnych restrykcje mogą zostać utrzymane przez kolejny miesiąc.

Ataki Ukrainy na rosyjską infrastrukturę naftową

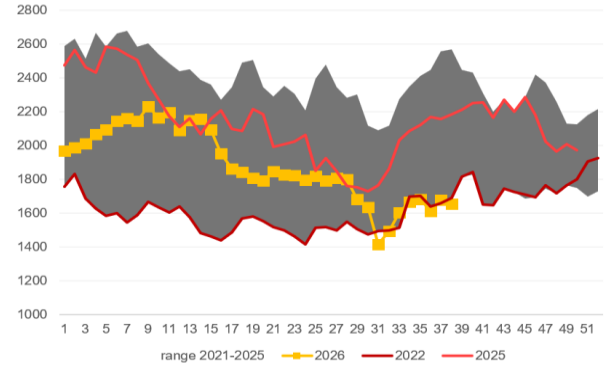


Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Reserach

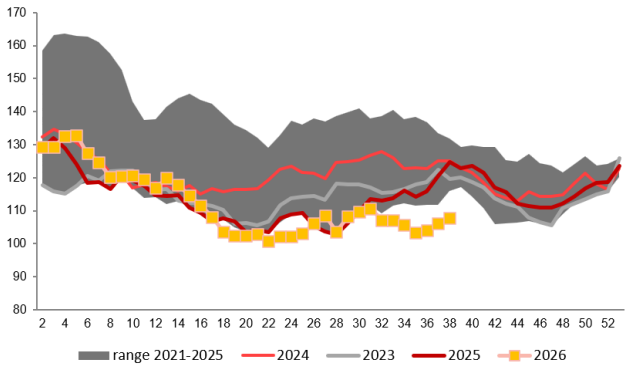
Zapasy paliw wciąż na niskich poziomach. Zbliża się sezon postojów rafinerii w USA

■ **W konsekwencji dwóch trwających konfliktów zapasy paliw po obu stronach Atlantyku znajdują się obecnie w pobliżu lub poniżej 5-letnich minimów.** Oczekujemy dalszego spadku zapasów w 3Q26, czemu sprzyjać będzie sezon sezonowych postojów amerykańskich rafinerii.

Zapasy diesla w portach ARA (k tons)



Zapasy diesla w USA (m bbs)



Źródło: Bloomberg, BM Pekao forecast

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**	**18 708**	**17 066**	**16 396**	**15 931**	**15 224**	**15 307**	**15 388**	**15 470**
Marża netto na sprzedaży	**366**	**954**	**724**	**881**	**847**	**982**	**919**	**934**	**952**	**969**	**985**	**1 000**	**1 012**
Koszty sprzedaży	-212	-367	-465	-492	-576	-532	-532	-532	-532	-532	-532	-532	-532
Koszty zarządu	-49	-97	-131	-150	-147	-177	-188	-188	-188	-188	-188	-188	-188
EBITDA	116	502	669	370	273	480	404	422	430	438	447	455	463
skorygowana EBITDA	**71**	**514**	**243**	**308**	**357**	**481**	**404**	**422**	**430**	**438**	**447**	**455**	**463**
Paliwa	83	436	43	80	104	153	99	102	102	102	102	102	102
LPG	17	69	50	12	-8	6	5	5	5	5	5	5	5
Infrastruktura	0	0	50	85	117	140	145	176	176	176	176	176	176
Asfalty	0	0	73	114	118	148	118	118	118	118	118	118	118
Gaz naturalny	2	30	40	39	23	38	38	38	38	38	38	38	38
Energia elektryczna	-8	47	11	19	4	8	4	4	4	4	4	4	4
PV	-9	1	-7	-1	-4	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7
Stacje benzynowe	1	4	7	17	17	16	16	16	16	16	16	16	16
Paliwa stałe	-1	2	8	1	4	9	9	9	9	9	9	9	9
Projekty wzrostowe (Drony, etc.)	0	0	0	0	0	0	0	3	11	19	28	36	44
Pozostałe	-16	-76	-33	-59	-18	-32	-24	-42	-42	-42	-42	-42	-42
D&A	12.7	16.5	94.1	136.6	154.3	189.2	191.0	194.7	184.4	175.6	168.0	161.4	157.7
EBIT	**104**	**485**	**575**	**234**	**119**	**290**	**213**	**227**	**246**	**263**	**279**	**293**	**305**
Koszty finansowe netto	-8	-21	-66	-46	-101	-80	-73	-72	-66	-58	-53	-49	-45
Zysk przed opodatkowaniem	**96**	**464**	**509**	**187**	**19**	**210**	**140**	**155**	**180**	**204**	**225**	**244**	**260**
Podatek CIT	-20	-90	-20	-48	-9	-26	-27	-30	-34	-39	-43	-46	-49
Zysk netto	**76**	**374**	**489**	**139**	**9**	**184**	**113**	**126**	**146**	**165**	**182**	**198**	**211**

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	18 708	20 231	*-8%*	17 066	17 359	*-2%*	16 396	16 927	*-3%*
skorygowana CCS EBITDA	**481**	**573**	***-16%***	**404**	**432**	***-6%***	**422**	**381**	***11%***
EBIT	290	476	*-39%*	213	298	*-29%*	227	259	*-12%*
Zyksk netto	184	292	*-37%*	113	178	*-36%*	126	151	*-17%*

Źródło: Spółka, BM Pekao

Wyniki za 2Q26 - Finalna oczyszczona EBITDA za 2Q26 wyniosła PLN 146mn, +4% vs wynik wstępny. Słaby OCF przyczyną rekordowego długu netto na koniec czerwca

Unimot wypracował w 2Q26 oczyszczoną EBITDA na poziomie PLN 146 mln, o 4% powyżej wyniku wstępnego

- **Raportowana EBITDA** wyniosła PLN -50 mln, obciążona przeszacowaniem zapasów, które odwróciło zyski z 1Q26 (ok. PLN 200 mln)
- **EBITDA segmentu Diesel&BIO** wyniosła PLN 39 mln (+5% vs wynik wstępny)
- **EBITDA segmentu Infrastruktura i Logistyka** wyniosła PLN 38 mln (+12% vs wynik wstępny)
- **EBITDA segmentu Bitumenów** wyniosła PLN 67 mln (zgodnie z wynikiem wstępnym)
- **Raportowany OCF** wyniósł PLN -205 mln
- **OCF z wyłączeniem zmian w kapitale obrotowym** wyniósł PLN -181 mln
- **Dług netto** wyniósł PLN 1 379 mln (+81% r/r)

Unimot: wyniki finansowe za 2Q26

P&L	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	qoq (%)	yoy (%)	Prel	diff
Revenues	**3 718**	**3 719**	**3 887**	**3 529**	**4 368**	**24%**	**17%**	**4 360**	***0%***
Gross profit on sales	**248**	**177**	**246**	**404**	**82**	**-80%**	**-67%**		
Sales costs	-169	-126	-154	-122	-130	7%	-23%		
Overheads	-48	-15	-47	-37	-47	29%	-1%		
EBITDA	74	75	83	299	-50	-117%	-167%	-50.0	*-1%*
adj. EBITDA	**110**	**88**	**111**	**105**	**146**	**39%**	**32%**	**140.0**	***4%***
Fuels	36	18	26	43	39	-11%	8%	37	*5%*
LPG	1	-14	2	2	1	-68%	-38%		
Infrastructure	25	32	33	37	38	2%	51%	34	*12%*
Asphalts	44	50	31	-1	67	n.m.	54%	67	*0%*
Natural gas	8	0	13	18	7	-59%	-2%		
Electricity	2	0	1	3	4	47%	77%		
PV	-1	1	-4	-1	-3	241%	174%		
Fuels stations	4	7	4	7	1	-84%	-70%		
Solid fuels	-1	2	1	5	1	-88%	-206%		
Growth projects									
Remainder	-7	-8	4	-9	-9	0%	26%		
Depreciation	37	39	42	46	46	0%	25%		
EBIT	**37**	**36**	**41**	**253**	**-96**	-138%	-360%		
Net financials	-48	-28	-10	-22	-21	-5%	-55%		
Pre-tax profit	**-11**	**9**	**31**	**230**	**-117**	-151%	1006%		
Corporate tax	-8	9	-10	-48	40	-184%	-581%		
Net profit	**-19**	**17**	**21**	**183**	**-77**	-142%	310%		
OCF	136	-68	261	-101	-205	103%	-250%		
OCF pre-NWC change	64	69	83	374	-181	-148%	-382%		
CAPEX	-12	-10	-3	-5	-29	435%	139%		
FCF	61	-99	250	-81	-262	223%	-527%		
Net debt	760	976	880	1 074	1 379	28%	81%		
OCF pre-NWC/EBITDA	87%	92%	101%	125%	366%				

Źródło: Spółka, BM Pekao

Najważniejsze wnioski z konferencji po wynikach za 2Q26:

■ **Makro / otoczenie rynkowe** – Zarząd opisywał obecne rynki energii jako wyjątkowo zmienne, przy czym ruchy na produktach gotowych są znacznie silniejsze niż na samej ropie. Diesel w 2Q wahał się mniej więcej między USD 870/t a USD 1,600/t i obecnie ponownie znajduje się w okolicach USD 1,500/t, podczas gdy jet poruszał się w przedziale ok. USD 900–1,800/t i obecnie kosztuje ok. USD 1,600/t. Zmienność TTF w 2Q była niższa, ok. EUR 38–52/MWh, ale obecnie ceny wzrosły w okolice EUR 78/MWh wraz z coraz mocniejszym pozycjonowaniem rynku pod sezon zimowy. Zarząd podkreślał, że obecne napięcia są widoczne głównie w crackach i na rynku produktów gotowych, m.in. w związku z ukraińskimi atakami na rosyjskie rafinerie.

■ **Popyt na paliwa / konsumpcja** – Wysokie ceny zaczynają coraz wyraźniej wpływać na popyt. Zarząd nadal obserwuje słabszą konsumpcję LPG, ale dodatkowo zwrócił uwagę na spadek konsumpcji benzyny w lipcu i sierpniu, mimo sezonu wakacyjnego. Osłabia się również popyt na diesla, co tworzy środowisko rynkowe, z którym Unimot od wielu lat praktycznie nie miał do czynienia. Spadek konsumpcji jest szczególnie problematyczny dlatego, że zakontraktowany wcześniej import nadal trafia na rynek, co prowadzi do nadpodaży produktu względem popytu i presji na marże handlowe.

■ **Diesel / perspektywa 3Q26** – Zarząd był wyraźnie ostrożny w odniesieniu do 3Q26 i wskazywał, że wynik segmentu paliw z 2Q będzie trudny do powtórzenia. Ekonomika importu na rynek krajowy istotnie pogorszyła się względem końca czerwca, ponieważ wzrosły premie produktowe i backwardation, podczas gdy premia lądowa Orlenu wzrosła jedynie nieznacznie. Zarząd stwierdził, że przy obecnych warunkach, gdyby Unimot opierał się wyłącznie na imporcie spotowym z Bałtyku, bez rocznych kontraktów terminowych z niemieckimi rafineriami, import diesla do Polski byłby bardzo trudny lub wręcz nieopłacalny. Spółka nadal będzie więc przedkładała marżę nad wolumen i nie zamierza bronić udziałów rynkowych przy nieatrakcyjnej ekonomice.

■ **Premia lądowa / ekonomika importu** – Premia lądowa spadła z wysokich poziomów obserwowanych pod koniec marca i na początku 2Q wraz z chwilowym uspokojeniem rynku przed końcem czerwca. Od tego czasu koszty importu ponownie wzrosły, ale premia lądowa nie dostosowała się do nich w wystarczającym stopniu. Zarząd przyznał, że polityka cenowa Orlenu była zrozumiała w okresie uspokojenia rynku, jednak ponowny wzrost backwardation i kosztów fizycznego importu sprawia, że obecna premia krajowa ponownie nie rekompensuje w pełni kosztów importerów. Poważniejszy niedobór produktu mógłby ostatecznie wymusić wyższą wycenę krajową, czy to przez Orlen, czy przez sam rynek spotowy, ale zarząd na razie nie widzi takiego scenariusza.

■ **Backwardation / koszt zapasów obowiązkowych** – Backwardation pozostaje najważniejszym strukturalnym obciążeniem dla segmentu paliw. Miesięczne backwardation na dieslu dochodziło do ok. USD 160/t, a obecnie nadal wynosi ok. USD 90–100/t, co odpowiada mniej więcej USD 3–4/t dziennie kosztu utrzymywania zapasu. Według zarządu sam ten czynnik może pochłaniać około połowy „normalnej" marży handlowej notowanej jeszcze 12–18 miesięcy temu. Jednocześnie istotnie podnosi on koszt utrzymywania zapasów obowiązkowych, przez co Unimot musiał podwyższyć szacunek kosztów zapasów wynikających z wcześniejszych cykli importowych.

■ **Ukraina / eksport paliw** – Ukraina pozostaje głównym pozytywnym elementem równoważącym słabą ekonomikę rynku krajowego. Ponowne problemy logistyczne na Morzu Czarnym zwiększają popyt na paliwa dostarczane przez Polskę, pozwalając Unimotowi realizować większe wolumeny i wyższe marże. Zarząd

wskazywał, że dywersyfikacja geograficzna segmentu paliw jest obecnie istotnym wsparciem, ale jednocześnie jasno zaznaczył, że sama Ukraina nie wystarczy, aby całkowicie zneutralizować negatywne tendencje na rynku polskim.

■ **OCF / kapitał obrotowy** – Zarząd przyznał, że 3Q26 może ponownie przynieść ujemne przepływy operacyjne. Bilans na 30 czerwca korzystał z chwilowego spadku cen surowców i zmniejszenia zmienności, przez co obraz na koniec kwartału wyglądał lepiej niż warunki panujące przez znaczną część 2Q i ponownie obecnie. Przy powrocie wysokich cen i backwardation większa ilość gotówki jest zamrażana w zapasach fizycznych. Zarząd podkreślał, że może to prowadzić do ujemnej generacji gotówki nawet przy zdrowej EBITDA, ponieważ grupa musi finansować wyższą nominalną wartość zapasów.

■ **Zapasy obowiązkowe / opcja uwolnienia gotówki** – Unimot ma już przygotowaną strukturę pozwalającą na outsourcing zapasów obowiązkowych i zastąpienie części fizycznego zapasu rozwiązaniem ticketowym. Spółka na razie z tego nie korzysta, ponieważ płynność pozostaje komfortowa, a outsourcing wiązałby się z nieco wyższym kosztem finansowania. Zarząd szacuje jednak, że pełne uwolnienie kapitału zaangażowanego w fizyczne zapasy obowiązkowe mogłoby przy obecnych cenach przynieść około PLN 300–400m gotówki. Decyzja będzie więc bardziej zależna od przyszłych potrzeb inwestycyjnych i relatywnego kosztu finansowania niż od bieżącej presji płynnościowej.

■ **Bilans / kowenanty** – Zadłużenie pozostaje wysokie ze względu na wysokie ceny surowców i większe zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, ale zarząd nie widzi zagrożenia dla płynności przy obecnych poziomach rynkowych. Banki coraz częściej traktują zapasy obowiązkowe inaczej niż zwykłe zadłużenie i w części kowenantów Unimotowi udało się wyłączyć ich wartość z długu netto. Unimot Energy & Gas czasowo przekroczył kowenant dług netto/EBITDA, ponieważ spółka musiała wpłacić gotówkowe zabezpieczenie związane z rezerwacją pojemności FSRU w Gaz-System po opóźnieniu gwarancji bankowej. Zarząd określił sytuację jako przejściową i zaznaczył, że banki ją rozumieją, a odpowiednie waivery są przygotowane.

■ **LPG** – Rynek pozostaje strukturalnie słaby z powodu destrukcji popytu. Zarząd wskazywał, że w części miesięcy 1H26 konsumpcja LPG w Polsce spadała nawet o 20% r/r, co powoduje utrzymywanie się nadmiaru produktu względem popytu. Pomimo wcześniejszych bardziej optymistycznych oczekiwań na 2026 marże jednostkowe pozostają pod presją i zarząd nie widzi obecnie wyraźnego katalizatora poprawy w 3Q. Wolumeny są przede wszystkim optymalizowane pod kątem istniejących zobowiązań terminalowych i logistycznych.

■ **Retail / AVIA** – Pakiet CPN okazał się wyraźniejszym obciążeniem dla AVIA, niż początkowo zakładano. Poprzez faktyczne ograniczenie możliwej do uzyskania marży zmniejszył różnice cenowe pomiędzy sieciami i ograniczył możliwość konkurowania przez AVIA agresywną ceną. W efekcie geografia stacji zaczęła mieć większe znaczenie niż cena, a wolumen na stację spadł mimo wzrostu liczby placówek. Zarząd oczekuje pewnej poprawy w 3Q wraz z mniejszą skalą interwencji rządowej. Współpraca z Żabką ma z kolei stopniowo poprawiać ekonomikę sieci poprzez przeniesienie części kosztów działalności pozapaliwowej na bardziej wyspecjalizowanego partnera.

■ **Bitumeny / perspektywa 3Q26** – Zarząd nadal pozytywnie ocenia segment, ale nie chciał sugerować możliwości powtórzenia rekordowego wyniku z 2Q. Backwardation, które jest negatywne dla diesla, nadal wspiera marże bitumenowe, a dodatkowym wsparciem są efektywne zarządzanie ceną, import i eksport. Głównym ryzykiem jest słabsza aktywność budownictwa drogowego w Polsce, ponieważ wcześniej sygnalizowana luka przetargowa zaczyna przekładać się na przesuwanie

zakontraktowanych wolumenów przez klientów na późniejsze okresy. Pozytywnym elementem jest Ukraina, gdzie zakupy bitumenów w pierwszych 6–7 miesiącach 2026 przekroczyły już cały poziom z 2025. Zarząd nadal uważa segment za jeden z najmocniejszych core businessów grupy.

■ **Infrastruktura i logistyka** – Perspektywa pozostaje pozytywna mimo niższych przeładunków w terminalach. Wyniki terminali są chronione przez kontrakty take-or-pay, dzięki którym klienci płacą za zakontraktowaną pojemność niezależnie od faktycznie zrealizowanych wolumenów, a dodatkowo wsparciem są wcześniejsze renegocjacje warunków umów. Olavion korzysta z przekierowania ukraińskich przepływów z portów Morza Czarnego do polskich portów i odbiorców w Niemczech i obecnie pracuje blisko pełnego wykorzystania mocy. Stawki przewozowe wzrosły, choć zarząd przyznał, że nie udało się jeszcze w pełni przełożyć napiętej sytuacji rynkowej na ceny. Grupa rozwija również obsługę nowych kategorii produktów, m.in. olejów roślinnych, etanolu i produktów związanych z biopaliwami.

■ **Przegląd strategiczny / konsolidacja rynku paliw** – Zarząd doprecyzował, że ogłoszony przegląd strategiczny jest przede wszystkim związany z przyspieszającą konsolidacją polskiego rynku paliw, a nie z nowymi inicjatywami w obszarze obronnym. Przejęcie Anwimu/Moya przez Stonepeak zostało wskazane jako istotny sygnał, a zarząd uważa, że struktura polskiego rynku paliw może za dwa lata wyglądać wyraźnie inaczej. Unimot analizuje szeroki wachlarz scenariuszy, w tym rolę konsolidatora, partnerstwa strategiczne oraz potencjalne dezinwestycje. Te ostatnie określono jako mniej prawdopodobne, ale nie zostały wykluczone. Zarząd uważa, że własne aktywa logistyczne i terminalowe dają grupie dobrą pozycję do uczestnictwa w konsolidacji rynku.

■ **Opłaty koncesyjne / obciążenia podatkowe** – Zarząd bardzo negatywnie ocenia planowane dziesięciokrotne podniesienie opłat koncesyjnych. Regulacja obejmowałaby również międzynarodowe transakcje tradingowe księgowane przez polski podmiot, w tym dostawy ropy do rafinerii PCK Schwedt oraz handel paliwami pomiędzy rynkiem międzynarodowym a Ukrainą. Unimot już obecnie płaci z tego tytułu ponad PLN 1m, a w części przypadków kilka milionów złotych rocznie, więc dziesięciokrotny wzrost mógłby być ekonomicznie istotny. Jeśli transakcje międzynarodowe nie zostaną wyłączone, zarząd dopuszcza przeniesienie części tradingu do spółki w Genewie. Dodatkowo wskazywano na łączny ciężar potencjalnie wyższych opłat koncesyjnych i planowanego 30% CIT dla podmiotów z sektora.

Wycena

Stosujemy metody wyceny DCF oraz porównawczą, z wagami odpowiednio 80% i 20%. Nasz model DCF implikuje 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 135.31 PLN na akcję. Wycena porównawcza, oparta na mnożnikach P/E oraz EV/EBITDA, wskazuje na cenę docelową 169.25 PLN na akcję.

Unimot: podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wartość implikowana (PLN)	Waga (%)
12M wycena DCF	135.31	80%
12M wycena mnożnikowa	169.25	20%
12M cena docelowa	**142.10**	
Obecna cena	164.40	
Upside/downside (%)	-14%	

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 5.95% 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	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	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	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.0	1.1
Koszt kapitału własnego	**15.7%**	**15.2%**	**14.6%**	**14.0%**	**13.6%**	**12.0%**	**9.6%**
Koszt długu	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	6.0%
Koszt długu po podatku	**6.4%**	**6.4%**	**6.4%**	**6.4%**	**6.4%**	**6.4%**	**4.9%**
Wskaźnik zadłużenia (D/D+E)	44%	40%	35%	30%	25%	0%	12%
WACC	**11.7%**	**11.7%**	**11.7%**	**11.8%**	**11.8%**	**12.0%**	**9.0%**

Unimot: wycena DCF

(PLN mln)	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	Terminal Year
Przychody	17 066	16 396	15 931	15 224	15 307	15 388	15 470
EBIT	213	227	246	263	279	293	305
Podatek	-40	-43	-47	-50	-53	-56	-58
NOPAT	**172**	**184**	**199**	**213**	**226**	**238**	**247**
Deprecjacja i amortyzacja	191	195	184	176	168	161	158
Zmiana kapitału obrotowego	28	-22	-39	-26	-73	-78	-35
CAPEX	-264	-120	-120	-120	-120	-120	-158
FCFF	**128**	**237**	**224**	**242**	**200**	**201**	**212**
Wzrost wartości rezydualnej							*0.0%*
Wartość rezydualna							2 360.1
Czynnik dyskontujący	*0.90*	*0.80*	*0.72*	*0.64*	*0.57*	*0.51*	*0.51*
Zdyskontowane przepływy pieniężne	114.8	189.6	160.8	155.6	115.0	103.0	*1 211.1*
Wartość przedsiębiorstwa - 31 grudnia 2026	**2 050**						
Dług netto	1 046						
Udziały mniejszości	7						
Wartość kapitału własnego - 31 grudnia 2026	**998**						
Liczba akcji (mn)	8.2						
12M cena docelowa na akcję	**135.31**						
Cena akcji na dzień 22 września 2026 (PLN)	164.40						
Potencjał wzrostu/spadku	*-18%*						
Dynamika przychodów rdr	-9%	-4%	-3%	-4%	1%	1%	0.5%
marża EBIT	1.2%	1.4%	1.5%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%
Stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Inwestycje/przychody	1.5%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	1.0%
Inwestycje/deprecjacja	138.0%	61.6%	65.1%	68.3%	71.4%	74.4%	100.0%

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

Stopa wzrostu wart. rezydualnej/WACC	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%
4.0%	129.59	137.99	147.27	157.59	169.13	182.10	196.81
5.0%	119.43	127.46	136.33	146.20	157.22	169.63	183.69
6.0%	109.71	117.39	125.88	**135.31**	145.85	157.72	171.17
7.0%	100.41	107.76	115.88	124.91	134.99	146.34	159.21
8.0%	91.52	98.55	106.32	114.96	124.61	135.47	147.79

Źródło: BM Pekao

Unimot: Wycena porównawcza

Nazwa spółki	Ticker	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
REPSOL SA	REP SM Equity	5.6	7.5	8.1	3.8	4.6	4.8
MOL HUNGARIAN OIL AND GAS PL	MOL HB Equity	7.5	8.3	9.4	4.0	4.0	4.2
NESTE OYJ	NESTE FH Equity	10.5	13.3	13.9	7.2	7.8	7.7
TUPRAS-TURKIYE PETROL RAFINE	TUPRS TI Equity	6.5	10.2	8.9	4.7	6.7	6.5
POLSKI KONCERN NAFTOWY ORLEN	PKN PW Equity	6.2	7.8	9.3	3.6	4.0	4.4
HELLENIQ ENERGY HOLDINGS SA	ELPE GA Equity	5.4	6.1	9.5	3.9	4.2	5.9
MOTOR OIL (HELLAS) SA	MOH GA Equity	6.7	8.8	10.5	4.7	5.7	6.4
Zintegrowane spółki naftowe w Europie		6.5	8.3	9.4	4.0	4.6	5.9
MARATHON PETROLEUM CORP	MPC US Equity	7.8	9.9	16.2	5.5	6.9	9.4
VALERO ENERGY CORP	VLO US Equity	8.9	10.8	14.8	5.7	7.1	10.5
PHILLIPS 66	PSX US Equity	9.9	10.9	14.2	6.7	7.4	9.3
DELEK US HOLDINGS INC	DK US Equity	5.2	9.4	25.3	3.6	4.0	5.1
CVR ENERGY INC	CVI US Equity	34.4	17.7	37.7	8.2	6.4	7.7
PBF ENERGY INC-CLASS A	PBF US Equity	3.8	5.3	12.9	n.a.	3.0	4.1
Rafinerie USA		8.3	10.4	15.5	5.7	6.6	8.5
Mediana		7.4	9.3	12.5	4.8	5.6	7.2
Wartość implikowana		**166.4**	**129.3**	**191.3**	**155.8**	**151.5**	**258.6**
Wycena (średnia)							**169.25**

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

RZiS (PLN mln)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	**12 913**	**14 085**	**14 805**	**18 708**	**17 066**	**16 396**	**15 931**
EBITDA	**669**	**370**	**273**	**480**	**404**	**422**	**430**
znormalizowana EBITDA	**243**	**308**	**357**	**481**	**404**	**422**	**430**
EBIT	**575**	**234**	**119**	**290**	**213**	**227**	**246**
Koszt finansowy netto	-66	-46	-101	-80	-73	-72	-66
Zysk przed opodatkowaniem	**509**	**187**	**19**	**210**	**140**	**155**	**180**
Podatek	-20	-48	-9	-26	-27	-30	-34
Zysk netto	**489**	**139**	**9**	**184**	**113**	**126**	**146**

Bilans (PLN mln)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Aktywa obrotowe	**1 681**	**1 870**	**2 085**	**2 737**	**2 606**	**2 716**	**2 864**
Gotówka i ekwiwalenty	410	402	324	414	426	543	657
Pozostałe aktywa obrotowe	1 270	1 469	1 762	2 323	2 180	2 172	2 207
Aktywa trwałe	**1 457**	**1 532**	**1 558**	**1 645**	**1 718**	**1 643**	**1 578**
Rzeczowe aktywa trwałe	792	802	778	800	911	875	849
Pozostałe aktywa	665	729	780	845	806	768	730
Aktywa	**3 137**	**3 402**	**3 644**	**4 382**	**4 323**	**4 359**	**4 442**
Kapitał własny	**1 078**	**1 185**	**1 070**	**1 281**	**1 337**	**1 403**	**1 491**
Zobowiązania	**2 059**	**2 217**	**2 574**	**3 101**	**2 986**	**2 956**	**2 951**
Zobowiązania finansowe długoterminowe	523	597	457	481	481	481	481
Zobowiązania finansowe krótkoterminowe	494	564	746	979	979	979	979
Zobowiązania handlowe	690	753	1 041	1 313	1 198	1 168	1 163
Pozostałe zobowiązania	351	303	329	329	329	329	329
Pasywa	**3 137**	**3 402**	**3 644**	**4 382**	**4 323**	**4 359**	**4 442**
Dług netto	607	759	880	1 046	1 034	916	803

Przepływy pieniężne (PLN mln)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Zysk netto	489	139	9	184	113	126	146
Deprecjacja i amortyzacja	94	137	154	189	191	195	184
Pozostałe (zmiana kapitału obrotowego)	-613	-106	221	-302	28	-22	-39
Przepływy operacyjne	**-30**	**170**	**385**	**72**	**333**	**298**	**291**
Nabycie rzeczowych aktywów trwałych	-131	-55	-32	-79	-264	-120	-120
Pozostałe	-24	6	-94	-2	0	0	0
Przepływy inwestycyjne	**-155**	**-49**	**-125**	**-81**	**-264**	**-120**	**-120**
Dywidendy	-40	-20	-49	-53	-57	-60	-57
Pozostałe	227	-187	-307	90	0	0	0
Przepływy finansowe	**188**	**-206**	**-356**	**36**	**-57**	**-60**	**-57**
Zmiana środków pieniężnych	2	-85	-106	93	12	118	113
Gotówka na koniec okresu	**410**	**402**	**324**	**414**	**426**	**543**	**657**
DPS (PLN)	4.86	2.38	6.00	6.50	7.00	7.35	7.00
Stopy wzrostu rdr							
Przychody	-3%	9%	5%	26%	-9%	-4%	-3%
EBITDA	33%	-45%	-26%	75%	-16%	5%	2%
EBIT	18%	-59%	-49%	144%	-27%	7%	8%
Zysk netto	31%	-71%	-93%	1897%	-38%	11%	16%
EPS	31%	-71%	-93%	1897%	-38%	11%	16%
Marże							
EBITDA	**5.2%**	**2.6%**	**1.8%**	**2.6%**	**2.4%**	**2.6%**	**2.7%**
EBIT	4.5%	1.7%	0.8%	1.6%	1.2%	1.4%	1.5%
Netto	3.8%	1.0%	0.1%	1.0%	0.7%	0.8%	0.9%
ROE	**45.3%**	**11.8%**	**0.9%**	**14.4%**	**8.5%**	**9.0%**	**9.8%**
Mnożniki bilansu							
BVPS (PLN)	131.5	144.5	130.5	156.3	163.1	171.1	181.9
Dług netto/EBITDA	0.9	2.1	3.2	2.2	2.6	2.2	1.9
Dług/Kapitał własny	94.4%	98.0%	112.4%	113.9%	109.2%	104.1%	97.9%

Źródło: BM Pekao

Tabela wskaźnikowa

Tabela wskaźnikowa (PLN mn)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
EPS, GAAP	59.59	17.00	1.12	22.43	13.83	15.34	17.77
Revenue	12 913	14 085	14 805	18 708	17 066	16 396	15 931
Gross margin (%)	5.6%	6.3%	5.7%	5.2%	5.4%	5.7%	6.0%
Operating Profit	575	234	119	290	213	227	246
EBIT	575	234	119	290	213	227	246
EBITDA	669	370	273	480	404	422	430
Pre-Tax Profit	509	187	19	210	140	155	180
Net Income Adj+	489	139	9	184	113	126	146
Net Income, GAAP	489	139	9	184	113	126	146
Net Debt	607	759	880	1 046	1 034	916	803
BPS	131	145	131	156	163	171	182
DPS	4.86	2.38	6.00	6.50	7.00	7.35	7.00
Return on Equity (%)	69%	13%	1%	17%	9%	9%	10%
Return on Assets (%)	29%	4%	0%	5%	3%	3%	3%
Depreciation	94	137	154	189	191	195	184
Amortization	0	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flows	-185	121	353	-8	69	178	171
CAPEX	-131	-55	-32	-79	-264	-120	-120

Źródło: BM Pekao

PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 23 WRZEŚNIA 2026 R. O GODZINIE 7:40 CET.

RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 23 WRZEŚNIA 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