

40/2021/GPW (130) 5 grudnia 2021

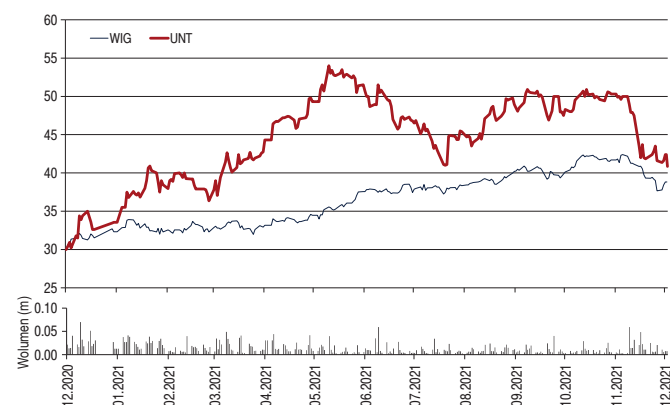
Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0

Analitik: Łukasz Prokopiuk, CFA

# Unimot

Sektor: Paliwa  
**Rekomendacja fundamentalna:** Trzymaj (↓)  
**Rekomendacja relatywna:** Neutralnie (↓)  
**Kurs:** 41,00 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 47,0 zł (↓)  
**Kapitalizacja:** 82,7 mln US\$  
**Bloomberg:** UNT PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,17 mln US\$  
**12M przedział kursowy:** 30,20-54,00 zł  
**Free float:** 33%

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

■ **Opinia o akcjach Spółki.** Staliśmy się neutralni wobec akcji Spółki Unimot (Trzymaj + Neutralnie, wycena w horyzoncie 12 miesięcy na poziomie 47,0 zł na akcję). Istnieją dwa główne powody dla czego obniżamy rekomendacje i wycenę dla walorów Spółki. Po pierwsze, biorąc pod uwagę nieprzewidywalność warunków makro i ekstremalnie niską widoczność zdecydowaliśmy się na podejście ostrożnościowe w naszym prognozach na rok 2022: obecnie oczekujemy skorygowanej EBITDA w roku 2022 jedynie na poziomie porównywalnym z rokiem 2021. Po drugie, w naszych prognozach finansowych dla Spółki zakładamy wyraźnie wyższy poziom cen produktów jak i wyraźnie silniejszego USD niż poprzednio. Chociaż ma to ograniczony wpływ na oczekiwane poziomy skorygowanej EBITDA to ma to mocno negatywny wpływ na zapotrzebowanie na kapitał obrotowy Spółki, co znacząco obniża naszą wycenę dla Spółki.

■ **Mamy pozytywne oczekiwania co do premii łądowych na paliwach w 2022 roku, biorąc pod uwagę bieżące uwarunkowania inflacyjne.** Pozostajemy pozytywni co do oczekiwanych premii łądowych w 2022 roku. Według naszych obserwacji bieżące uwarunkowania inflacyjne wpływają na koszty importu paliw zarówno dla PKN Orlen jak i Lotosu (poprzez wzrost kosztów

## Skorygowane zyski

Skorygowane zyski o: (i) pozostałe koszty operacyjne netto, (ii) efekty księgowo wyceny zapasów i zabezpieczeń, (iii) transfery kosztów NCW/NCR, (iv) inne transfery kosztów.

## Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	mln zł	4 819,5	7 637,7	8 555,8	7 955,4
EBITDA	mln zł	58,3	98,4	75,0	104,4
EBIT	mln zł	49,3	86,0	61,2	90,8
Zysk netto	mln zł	35,2	59,9	39,4	63,7
Skoryg. EBITDA	mln zł	85,8	74,2	75,0	104,4
Skoryg. EBIT	mln zł	76,8	61,8	61,2	90,8
Skoryg. Zysk netto	mln zł	53,8	51,2	39,4	63,7
EPS	PLN	4,29	7,31	4,81	7,77
Zmiana EPS r/r	%	-42	70	-34	62
FCFF	mln zł	155,3	-311,3	-35,8	140,7
Dług (gotówka) netto	mln zł	114,8	451,9	514,0	399,4
P/E	x	6,2	6,6	8,5	5,3
P/CE	x	5,3	5,3	6,3	4,3
EV/EBITDA	x	5,3	10,6	11,3	7,0
EV/EBIT	x	5,9	12,8	13,9	8,1
Stopa dywidendy brutto	%	4,8	4,8	4,8	4,8
DPS	zł	1,97	1,97	1,97	1,97
Liczba akcji na koniec okresu	mln	8,2	8,2	8,2	8,2

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Unimot; Wyniki segmentów

MSSF skonsolidowane		2020	2021P	2022P	2023P
Skoryg. EBITDA	mln zł	85,8	74,2	75,0	104,4
Skoryg. EBITDA (ON + biopaliwa)	mln zł	82,1	76,9	76,9	85,0
Skoryg. EBITDA (LPG)	mln zł	6,3	15,5	7,8	10,0
Skoryg. EBITDA (Gaz)	mln zł	11,8	5,2	5,0	5,0
Skoryg. EBITDA (Energia elektryczna)	mln zł	4,4	-1,1	0,3	10,0
Skoryg. EBITDA (Fotowoltaika)	mln zł	-1,9	-6,6	-3,0	5,0
Skoryg. EBITDA (Detal)	mln zł	-2,5	4,1	8,0	9,4
Skoryg. EBITDA (Pozostałe)	mln zł	-14,4	-19,8	-20,0	-20,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników za 4 kwartał 2021: Marzec, 2022
2. Publikacja wyników za 1 kwartał 2022: Maj, 2022
3. Publikacja wyników za 2 kwartał 2022: Sierpień, 2022
4. Publikacja wyników za 3 kwartał 2022: Listopad, 2022

- logistyki (magazynowania, transportu, frachtu), na koszty usług obcych i wynagrodzeń). Może to pozytywnie wpływać na poziomy premii ładowych i być pozytywnym czynnikiem dla bardziej efektywnych kosztowo importerów takich jak Unimot. Jednakże biorąc pod uwagę nasze ostrożnościowe podejście oczekujemy zarówno podobnych wolumenów sprzedaży jak i marży na sprzedaży oleju napędowego. Skutkuje to oczekiwaną skorygowaną EBITDA dla segmentu diesel/bio w roku 2022 na poziomie około 77 milionów zł – podobnie do wysokości EBITDA oczekiwanej na rok 2021.
- **Perspektywy dla pozostałych segmentów w roku 2022 są niejasne ze względu na ograniczoną widoczność i wysoką zmienność surowców.** Jesteśmy zaskoczeni tym, że obecnie segment diesel/bio jest relatywnie bardziej przewidywalny w porównaniu do innych segmentów podczas gdy w latach poprzednich było zupełnie odwrotnie. Taka sytuacja wynika z ekstremalnych sytuacji na niektórych surowcach takich jak gaz ziemny, energia elektryczna czy LPG. W bieżących okolicznościach biorąc pod uwagę wysokie ceny surowców i ich niezwykłą zmienność nie możemy być pewni poziomów EBITDA w segmentach energii elektrycznej, gazu czy LPG. W naszych prognozach finansowych oczekujemy porównywalnych wyników dla segmentu gazu ziemnego, oczekujemy lekkiej poprawy EBITDA w segmencie energii elektrycznej ale też zakładamy duże pogorszenie marż na LPG. Nasze szacunki są ryzykowne.
  - **Perspektywy makro.** Zakładamy podobne poziomy paliwowych premii ładowych w latach 2022-2029 tak jak w roku 2021. Zakładamy, że ceny ropy Brent uśrednią się w roku 2022 na poziomie 71 USD na baryłkę (wobec oczekiwanej średniej za rok 2021 w wysokości 70 USD za baryłkę). Zakładamy, że cena surowca będzie na relatywnie niższym poziomie w pierwszym kwartale 2022 roku (65 USD za baryłkę) i że wzrośnie do poziomu 75 USD za baryłkę w kolejnych kwartałach. W latach 2023-2029 zakładamy średnią ceny ropy na poziomie 75 USD za baryłkę.
  - **Wstępna prognoza na 4 kwartał 2021.** Wstępnie oczekujemy około 18.1 miliona zł skorygowanej EBITDA wobec 27.1 miliona zł wygenerowanej rok wcześniej. Oczekujemy, że segment diesel/bio będzie tradycyjnie stanowił większą część wyniku ze skorygowaną EBITDA na poziomie 17.7 miliona zł. Nasze kwartalne prognozy implikują, że roczna skorygowana EBITDA wzrośnie do około 74.2 milionów zł – minimalnie poniżej prognozy zarządu w wysokości 75 milionów zł.
  - **Ryzyka do naszych prognoz.** Nasze prognozy finansowe są ryzykowne. Poziomy EBITDA w większości segmentów w 2022 roku są nieoczywiste.
  - **Zmiany prognoz.** Obniżamy nasze prognozy finansowe dla roku 2021 i 2022. Jednakże nasza roczna prognozowana skorygowana średniocykliczna EBITDA dla Spółki w dłuższym okresie rośnie do 105 milionów zł (z poziomu 100 milionów zł), głównie ze względu na wyższe oczekiwania dla segmentu detalicznego. Nasza długoterminowa roczna prognoza dla segmentu diesel/bio pozostaje na poziomie 85 milionów zł. Wciąż zakładamy, że segmenty LPG i energii elektrycznej powinny generować powtarzalną skorygowaną EBITDA w wysokości każda po 10 milionów zł. Oczekujemy, że segment gazu ziemnego będzie dostarczał w sposób powtarzalny EBITDA na poziomie 5 milionów zł. Oczekujemy, że segment detaliczny będzie generował w dłuższym okresie 10 milionów EBITDA rocznie.
  - **Wycena.** Nasza wycena dla Spółki znacząco spada do 47 zł za akcję (z poziomu 67 zł za akcję), głównie ze względu na wyższą stopę wolną od ryzyka, niższą wycenę porównawczą, i negatywne skutki wzrostu zapotrzebowania na kapitał obrotowy (wyższe oczekiwane poziomy zapasów i należności handlowych ze względu na założone wyższe ceny produktów).
  - **Rekomendowane zachowanie względem waloru.** Zalecamy neutralne podejście do akcji Spółki Unimot (Trzymaj + Neutralnie, wycena w horyzoncie 12 miesięcy na poziomie 47.0 zł na akcję). Istnieją dwa główne powody dlaczego obniżamy rekomendacje i wycenę dla walorów Spółki. Po pierwsze, biorąc pod uwagę nieprzewidywalność warunków makro i ekstremalnie niską widoczność zdecydowaliśmy

się na podejście ostrożnościowe w naszym prognozach na rok 2022: obecnie oczekujemy skorygowanej EBITDA w roku 2022 jedynie na poziomie porównywalnym z rokiem 2021. Po drugie, w naszych prognozach finansowych dla Spółki zakładamy wyraźnie wyższy poziom

cen produktów jak i wyraźnie silniejszego USD niż poprzednio. Choć ma to ograniczony wpływ na oczekiwane poziomy skorygowanej EBITDA to ma to mocno negatywny wpływ na zapotrzebowanie na kapitał obrotowy Spółki, co znacząco obniża naszą wycenę dla Spółki.

**Tabela 1. Unimot; Zmiany prognoz DM BOŚ**

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2021P			2022P			2023P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	7 637,7	6 884,2	11%	8 555,8	7 296,8	17%	7 955,4	7 395,3	8%
EBITDA	98,4	102,4	-4%	75,0	96,0	-22%	104,4	100,0	4%
EBIT	86,0	90,4	-5%	61,2	83,7	-27%	90,8	87,7	4%
Zysk netto	59,9	64,3	-7%	39,4	58,5	-33%	63,7	61,8	3%
<b>Skoryg. EBITDA</b>	<b>74,2</b>	<b>88,0</b>	<b>-16%</b>	<b>75,0</b>	<b>96,0</b>	<b>-22%</b>	<b>104,4</b>	<b>100,0</b>	<b>4%</b>
<b>Skoryg. EBIT</b>	<b>61,8</b>	<b>76,0</b>	<b>-19%</b>	<b>61,2</b>	<b>83,7</b>	<b>-27%</b>	<b>90,8</b>	<b>87,7</b>	<b>4%</b>
<b>Skoryg. Zysk netto</b>	<b>51,2</b>	<b>61,6</b>	<b>-17%</b>	<b>39,4</b>	<b>58,5</b>	<b>-33%</b>	<b>63,7</b>	<b>61,8</b>	<b>3%</b>
Dług netto	451,9	289,4	56%	514,0	251,5	104%	399,4	213,1	87%

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

**Tabela 2. Unimot; Wycena porównawcza**

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/CE		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
<b>Średnia dla spółek porównawczych</b>	<b>8,8</b>	<b>6,5</b>	<b>7,9</b>	<b>3,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>5,6</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>
Lotos	5,4	5,5	5,7	2,5	2,1	1,8	3,6	3,0	2,5	3,3	3,4	3,5
PGNiG	10,0	7,4	10,1	2,6	2,0	2,0	4,4	3,6	4,1	4,1	3,4	3,7
PKN Orlen	11,1	6,5	7,8	4,7	3,0	3,1	8,8	5,2	5,9	4,8	3,1	3,3
<b>Unimot</b>	<b>8,7</b>	<b>5,4</b>	<b>5,2</b>	<b>11,4</b>	<b>7,1</b>	<b>6,5</b>	<b>14,0</b>	<b>8,2</b>	<b>7,4</b>	<b>6,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>
Premia (dyskonto) cenowe Unimot do średniej	-2%	-17%	-34%	250%	199%	185%	150%	107%	77%	57%	35%	25%
<b>Wartość na akcję kapitału akcyjnego Unimot</b>	<b>42,4</b>	<b>50,1</b>	<b>62,8</b>	<b>-32,9</b>	<b>-18,5</b>	<b>-12,2</b>	<b>-21,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>26,5</b>	<b>30,9</b>	<b>33,4</b>
Waga	16,7%	16,7%	16,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	16,7%	16,7%	16,7%
<b>Średnia implikowana wartość na akcję kapitału akcyjnego Unimot</b>	<b>41,0</b>											
Zysk netto, EBITDA, EBIT, Zysk netto + amortyzacja (mln zł)	39,4	63,7	65,2	75,0	104,4	105,0	61,2	90,8	91,3	53,2	77,3	78,9
Dług netto (mln zł)	-	-	-	514,0	399,4	338,7	514,0	399,4	338,7	-	-	-
Liczba akcji (miliony)	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2

Ceny akcji spółek porównywalnych z dnia 26 listopada 2021

Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ SA

**Tabela 3. Unimot; Średnia ważona wycena**

	Wycena DCF	Wycena porównawcza
Wagi	90%	10%
Wycena (zł na akcję)	47,3	41,0
<b>Średnia ważona wycena (zł na akcję)</b>	<b>47,0</b>	

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 4. Unimot; Wstępna prognoza na IV kw. 2021

MSSF skonsolidowane (mln zł)	IV kw. 21P	III kw. 21	IV kw. 20	zmiana		I-IV kw. 21P	I-IV kw. 20	zmiana	
				k/k	r/r			r/r	r/r
Przychody	2 253,0	2 081,2	1 245,4	8%	81%	7 637,7	4 819,5	58%	
EBITDA	18,1	11,3	37,0	60%	-51%	98,4	58,3	69%	
EBIT	14,7	8,3	34,3	77%	-57%	86,0	49,3	75%	
Zysk netto	8,9	4,0	26,3	122%	-66%	59,9	35,2	70%	
<b>Skoryg. EBITDA</b>	<b>18,1</b>	<b>12,1</b>	<b>27,1</b>	<b>50%</b>	<b>-33%</b>	<b>74,2</b>	<b>85,8</b>	<b>-14%</b>	
<b>Skoryg. EBIT</b>	<b>14,7</b>	<b>9,1</b>	<b>24,3</b>	<b>62%</b>	<b>-40%</b>	<b>61,8</b>	<b>76,8</b>	<b>-20%</b>	
<b>Skoryg. Zysk netto</b>	<b>8,9</b>	<b>3,1</b>	<b>18,6</b>	<b>189%</b>	<b>-52%</b>	<b>51,2</b>	<b>53,8</b>	<b>-5%</b>	

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 5. Unimot; Wstępna szczegółowa prognoza na IV kw. 2021

MSSF skonsolidowane (mln zł)	IV kw. 21P	III kw. 21	IV kw. 20	zmiana		I-IV kw. 21P	I-IV kw. 20	zmiana	
				k/k	r/r			r/r	r/r
<b>Przychody</b>	<b>2 253,0</b>	<b>2 081,2</b>	<b>1 245,4</b>	<b>8%</b>	<b>81%</b>	<b>7 637,7</b>	<b>4 770,0</b>	<b>60%</b>	
ON + biopaliwa	1 813,3	1 659,3	1 021,8	9%	77%	6 185,5	3 845,9	61%	
LPG	207,9	168,4	105,5	23%	97%	641,8	343,0	87%	
Gaz	115,8	90,5	34,7	28%	233%	317,9	71,8	343%	
Energia elektryczna	30,0	56,1	26,0	-46%	15%	171,5	120,1	43%	
Fotowoltaika	5,0	4,7	3,8	7%	31%	17,0	5,0	239%	
Stacje paliw	56,0	68,8	28,9	-19%	94%	212,8	69,4	206%	
Pozostałe	25,0	33,5	24,6	-25%	2%	91,2	314,7	-71%	
Skoryg. koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-2 176,2	-2 011,4	-1 164,1	8%	87%	-7 342,0	-4 499,6	63%	
<b>Skoryg. marża brutto na sprzedaży</b>	<b>76,8</b>	<b>69,8</b>	<b>81,2</b>	<b>10%</b>	<b>-5%</b>	<b>295,8</b>	<b>270,4</b>	<b>9%</b>	
Koszty ogólne i sprzedaży	-62,2	-60,7	-57,0	2%	9%	-234,0	-193,6	21%	
Korekta amortyzacji	3,4	3,0	2,8	-	-	12,4	9,0	-	
<b>Skoryg. EBITDA</b>	<b>18,1</b>	<b>12,1</b>	<b>27,1</b>	<b>50%</b>	<b>-33%</b>	<b>74,2</b>	<b>85,8</b>	<b>-14%</b>	
Skoryg. EBITDA (ON + biopaliwa)	17,7	13,1	22,6	34%	-22%	76,9	82,1	-6%	
Skoryg. EBITDA (LPG)	2,9	7,7	0,9	-62%	227%	15,5	6,3	147%	
Skoryg. EBITDA (Gaz)	0,3	0,6	8,0	-54%	-97%	5,2	11,8	-56%	
Skoryg. EBITDA (Energia elektryczna)	0,2	-3,7	2,0	b.z.	-93%	-1,1	4,4	b.z.	
Skoryg. EBITDA (Fotowoltaika)	-0,3	-0,7	-1,3	-	-	-6,6	-1,9	-	
Skoryg. EBITDA (Detal)	2,2	1,9	-1,1	-	-	4,1	-2,5	-	
Skoryg. EBITDA (Pozostałe)	-4,8	-6,9	-4,1	-	-	-19,8	-14,4	-	
Pozostałe przychody operacyjne netto	0,0	0,1	-3,6	-	-	0,5	-6,7	-	
Efekty wyceny zapasów	0,0	2,1	13,1	-	-	13,5	-16,0	-	
NCW/NCR transfer kosztów	0,0	-2,8	-0,5	-	-	11,6	-4,9	-	
Transfery kosztów (gaz)	0,0	-0,7	1,0	-	-	-2,0	0,0	-	
Inne transfery	0,0	0,5	0,0	-	-	0,5	0,0	-	
<b>EBITDA</b>	<b>18,1</b>	<b>11,3</b>	<b>37,0</b>	<b>60%</b>	<b>-51%</b>	<b>98,4</b>	<b>58,3</b>	<b>69%</b>	
Amortyzacja	-3,4	-3,0	-2,8	13%	22%	-12,4	-9,0	37%	
<b>EBIT</b>	<b>14,7</b>	<b>8,3</b>	<b>34,3</b>	<b>77%</b>	<b>-57%</b>	<b>86,0</b>	<b>49,3</b>	<b>75%</b>	
Koszty finansowe netto	-3,6	-2,3	-1,8	-	-	-8,8	-5,5	-	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	-	-	0,0	0,0	-	
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>11,0</b>	<b>6,1</b>	<b>32,5</b>	<b>82%</b>	<b>-66%</b>	<b>77,3</b>	<b>43,7</b>	<b>77%</b>	
Podatek dochodowy	-2,1	-2,0	-6,6	-	-	-17,5	-9,0	-	
Udziały niekontrolujące	0,0	0,0	-0,4	-	-	-0,2	-0,4	-	
<b>Zysk netto</b>	<b>8,9</b>	<b>4,0</b>	<b>26,3</b>	<b>122%</b>	<b>-66%</b>	<b>59,9</b>	<b>35,2</b>	<b>70%</b>	

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 6. Unimot; Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

(mln zł)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	>2028P
<b>Przychody</b>	<b>7 637,7</b>	<b>8 555,8</b>	<b>7 955,4</b>	<b>7 792,8</b>	<b>7 792,8</b>	<b>7 792,8</b>	<b>7 792,8</b>	<b>7 792,8</b>	
<i>zmiana r/r</i>	<i>58%</i>	<i>12%</i>	<i>-7%</i>	<i>-2%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	
<b>EBIT</b>	<b>61,8</b>	<b>61,2</b>	<b>90,8</b>	<b>91,3</b>	<b>91,3</b>	<b>91,3</b>	<b>91,3</b>	<b>91,3</b>	
<i>zmiana r/r</i>	<i>-20%</i>	<i>-1%</i>	<i>48%</i>	<i>1%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	
Marża EBIT	0,8%	0,7%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Efektywna stopa podatkowa (T)	23%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
<b>EBIT*(1-T)</b>	<b>47,8</b>	<b>49,6</b>	<b>73,5</b>	<b>74,0</b>	<b>74,0</b>	<b>74,0</b>	<b>74,0</b>	<b>74,0</b>	
<i>zmiana r/r</i>	<i>-22%</i>	<i>4%</i>	<i>48%</i>	<i>1%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	
<b>EBITDA</b>	<b>74,2</b>	<b>75,0</b>	<b>104,4</b>	<b>105,0</b>	<b>105,0</b>	<b>105,0</b>	<b>105,0</b>	<b>105,0</b>	
<i>zmiana r/r</i>	<i>-14%</i>	<i>1%</i>	<i>39%</i>	<i>1%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	
Marża EBITDA	1,0%	0,9%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	
Amortyzacja (D)	12,4	13,8	13,7	13,7	13,7	13,7	13,7	13,7	
<b>EBIT*(1-T) + D</b>	<b>60,2</b>	<b>63,4</b>	<b>87,2</b>	<b>87,6</b>	<b>87,6</b>	<b>87,6</b>	<b>87,6</b>	<b>87,6</b>	
<i>zmiana r/r</i>	<i>-14%</i>	<i>5%</i>	<i>38%</i>	<i>1%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	
Wydatki inwestycyjne	-12,3	-13,2	-12,6	-14,2	-12,2	-12,2	-12,7	-14,0	
Zmiany w kapitale obrotowym	-359,2	-86,0	66,1	12,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Wolne przepływy pieniężne</b>	<b>-311,3</b>	<b>-35,8</b>	<b>140,7</b>	<b>85,6</b>	<b>75,5</b>	<b>75,5</b>	<b>75,0</b>	<b>73,7</b>	
<i>zmiana r/r</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>-39%</i>	<i>-12%</i>	<i>0%</i>	<i>-1%</i>	<i>-2%</i>	<i>2,0%</i>
<b>Koszt kapitału własnego</b>									
Stopa wolna od ryzyka (nominalna)	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Nielewarowana beta	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Lewarowana beta	1,53	1,56	1,52	1,49	1,45	1,42	1,38	1,33	1,33
<b>Wymagana stopa zwrotu</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,7%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,0%</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,2%</b>	<b>12,2%</b>
<b>Koszt długu</b>									
Koszt długu przed opodatkowaniem	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Efektywna stopa podatkowa	22,6%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>									
Waga kapitału akcyjnego	65%	63%	67%	70%	74%	78%	82%	87%	87%
Koszt kapitału własnego	13,4%	13,7%	13,4%	13,2%	13,0%	12,7%	12,4%	12,2%	12,2%
Waga długu	35%	37%	33%	30%	26%	22%	18%	13%	13%
Kosz długu po opodatkowaniu	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Średni ważony koszt kapitału	9,5%	9,5%	9,8%	10,0%	10,2%	10,4%	10,6%	10,8%	10,8%
Współczynnik dyskonta	1,00	1,01	1,11	1,22	1,34	1,48	1,64	1,82	
Czynnik dyskonta	1,00	0,99	0,90	0,82	0,75	0,68	0,61	0,55	
<b>Bieżąca wartość wolnych przepływów pieniężnych</b>	<b>-</b>	<b>-35,5</b>	<b>127,2</b>	<b>70,3</b>	<b>56,3</b>	<b>51,0</b>	<b>45,8</b>	<b>40,6</b>	
Wzrost FCFF w okresie rezydualnym (%)									2,0%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym (%)									10,8%
Wartość rezydualna									849,7
Wartość bieżąca wartości rezydualnej									468,0
Suma wartości bieżących wolnych przepływów pieniężnych									355,6
<b>Wartość firmy</b>									<b>823,6</b>
Zadłużenie odsetkowe, koniec 2021E									451,9
Dywidenda do wypłaty									16,1
Wartość udziałów niekontrolujących, koniec 2021E									0,0
Wartość kapitału własnego									387,8
Liczba akcji (miliony)									8,2
<b>Wartość kapitału własnego na akcję spółki Unimot</b>									<b>47,3</b>

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA



## Sprawozdania finansowe

**Tabela 7. Unimot; Bilans**

(mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>76,8</b>	<b>80,4</b>	<b>148,7</b>	<b>148,6</b>	<b>148,0</b>	<b>147,0</b>
Wartości niematerialne	18,6	18,6	21,7	20,6	19,0	17,0
Rzeczowe aktywa trwałe	45,8	45,5	90,1	91,1	92,1	93,1
Pozostałe aktywa trwałe	12,3	16,3	36,9	36,9	36,9	36,9
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>526,5</b>	<b>606,7</b>	<b>641,6</b>	<b>893,0</b>	<b>962,7</b>	<b>981,3</b>
Zapasy	190,5	239,3	166,7	381,9	444,9	413,7
Należności handlowe	288,9	325,1	358,7	612,8	681,7	616,8
Gotówka	47,2	42,4	116,3	-101,7	-163,8	-49,2
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa</b>	<b>603,3</b>	<b>687,1</b>	<b>790,3</b>	<b>1 041,6</b>	<b>1 110,8</b>	<b>1 128,3</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>187,5</b>	<b>246,9</b>	<b>266,0</b>	<b>309,2</b>	<b>332,5</b>	<b>380,0</b>
<b>Kapitały niekontrolujące</b>	<b>5,8</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>410,0</b>	<b>440,2</b>	<b>524,5</b>	<b>732,7</b>	<b>778,6</b>	<b>748,6</b>
Rezerwy	4,8	2,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Zobowiązania odsetkowe	229,0	223,3	230,8	350,0	350,0	350,0
Krótkoterminowe zobowiązania odsetkowe	218,8	210,2	181,8	300,0	300,0	300,0
Długoterminowe zobowiązania odsetkowe	10,2	13,1	49,0	50,0	50,0	50,0
Zobowiązania handlowe	176,2	206,1	271,7	381,9	427,8	397,8
Inne zobowiązania	0,0	8,1	21,1	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa</b>	<b>603,3</b>	<b>687,1</b>	<b>790,3</b>	<b>1 041,6</b>	<b>1 110,8</b>	<b>1 128,3</b>

*Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA*
**Tabela 8. Unimot; Rachunek przepływów pieniężnych**

(mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Zysk netto	0,1	60,4	35,2	59,9	39,4	63,7
Udziały niekontrolujące	-3,3	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,0
Amortyzacja	5,5	6,4	9,0	12,4	13,8	13,7
Pozostałe korekty	20,7	27,4	13,6	4,8	12,5	12,1
<b>Przepływy operacyjne przed zmianami w kapitale obrotowym</b>	<b>23,1</b>	<b>93,8</b>	<b>57,4</b>	<b>76,9</b>	<b>65,7</b>	<b>89,5</b>
Zmiany w kapitale obrotowym:	-52,3	-69,8	93,2	-359,2	-86,0	66,1
Zmiana stanu zapasów	42,7	-48,8	72,7	-215,2	-63,0	31,2
Zmiana stanu należności	4,0	-57,2	-36,9	-254,2	-68,9	64,9
Zmiana stanu zobowiązań handlowych	-99,0	36,3	57,4	110,2	45,9	-30,0
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej</b>	<b>-29,2</b>	<b>23,9</b>	<b>150,6</b>	<b>-282,2</b>	<b>-20,2</b>	<b>155,6</b>
Wydatki inwestycyjne	-1,0	1,1	-7,9	-12,3	-13,2	-12,6
Pozostałe	-0,1	-5,7	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-1,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>-7,7</b>	<b>-12,3</b>	<b>-13,2</b>	<b>-12,6</b>
Wpływy z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiany w poziomie długu odsetkowego	-1,2	-1,4	-2,0	119,2	0,0	0,0
Dywidendy	-13,9	0,0	-16,1	-16,1	-16,1	-16,1
Odsetki	-8,7	-8,6	-6,0	-9,8	-10,5	-10,5
Pozostałe	-3,5	-7,2	-6,4	-16,7	-2,0	-1,6
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej</b>	<b>-27,3</b>	<b>-17,2</b>	<b>-30,6</b>	<b>76,6</b>	<b>-28,7</b>	<b>-28,3</b>
<b>Przepływy pieniężne razem</b>	<b>-57,6</b>	<b>2,1</b>	<b>112,4</b>	<b>-218,0</b>	<b>-62,1</b>	<b>114,7</b>

*Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA*

Tabela 9. Unimot; Rachunek wyników

(mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody</b>	<b>3 371,0</b>	<b>4 460,2</b>	<b>4 770,0</b>	<b>7 637,7</b>	<b>8 555,8</b>	<b>7 955,4</b>
ON + biopaliwa	2 932,9	3 898,5	3 845,9	6 185,5	7 086,5	6 590,9
LPG	301,7	343,5	343,0	641,8	789,0	754,2
Gaz	44,8	47,9	71,8	317,9	193,3	89,3
Energia elektryczna	73,4	102,1	120,1	171,5	130,0	130,0
Fotowoltaika	0,0	0,0	5,0	17,0	22,0	28,0
Stacje paliw	18,0	35,2	69,4	212,8	231,0	259,0
Pozostałe	0,3	33,1	314,7	91,2	104,0	104,0
Skoryg. koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-3 231,3	-4 249,7	-4 499,6	-7 342,0	-8 252,2	-7 616,8
<b>Skoryg. marża brutto na sprzedaży</b>	<b>139,7</b>	<b>210,5</b>	<b>270,4</b>	<b>295,8</b>	<b>303,6</b>	<b>338,6</b>
Koszty ogólne i sprzedaży	-117,4	-154,2	-193,6	-234,0	-242,5	-247,9
Korekta amortyzacji	5,5	6,4	9,0	12,4	13,8	13,7
<b>Skoryg. EBITDA</b>	<b>27,9</b>	<b>62,7</b>	<b>85,8</b>	<b>74,2</b>	<b>75,0</b>	<b>104,4</b>
Skoryg. EBITDA (ON + biopaliwa)	35,1	60,3	82,1	76,9	76,9	85,0
Skoryg. EBITDA (LPG)	5,9	7,9	6,3	15,5	7,8	10,0
Skoryg. EBITDA (Gaz)	-2,3	0,6	11,8	5,2	5,0	5,0
Skoryg. EBITDA (Energia elektryczna)	-1,9	7,6	4,4	-1,1	0,3	10,0
Skoryg. EBITDA (Fotowoltaika)	0,0	0,0	-1,9	-6,6	-3,0	5,0
Skoryg. EBITDA (Detal)	-2,8	-1,7	-2,5	4,1	8,0	9,4
Skoryg. EBITDA (Pozostałe)	-6,1	-12,0	-14,4	-19,8	-20,0	-20,0
Pozostałe przychody operacyjne netto	-3,8	1,4	-6,7	0,5	0,0	0,0
Effekty wyceny zapasów	-17,8	25,9	-16,0	13,5	0,0	0,0
NCW/NCR transfer kosztów	0,0	0,0	-4,9	11,6	0,0	0,0
Transfery kosztów (gaz)	0,0	0,0	0,0	-2,0	0,0	0,0
Inne transfery	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>6,3</b>	<b>89,9</b>	<b>58,3</b>	<b>98,4</b>	<b>75,0</b>	<b>104,4</b>
Amortyzacja	-5,5	-6,4	-9,0	-12,4	-13,8	-13,7
<b>EBIT</b>	<b>0,7</b>	<b>83,5</b>	<b>49,3</b>	<b>86,0</b>	<b>61,2</b>	<b>90,8</b>
Koszty finansowe netto	-0,9	-8,8	-5,5	-8,8	-12,5	-12,1
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>-0,2</b>	<b>74,7</b>	<b>43,7</b>	<b>77,3</b>	<b>48,6</b>	<b>78,6</b>
Podatek dochodowy	-2,9	-14,8	-9,0	-17,5	-9,2	-14,9
Udziały niekontrolujące	-3,3	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>0,1</b>	<b>60,4</b>	<b>35,2</b>	<b>59,9</b>	<b>39,4</b>	<b>63,7</b>

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 10. Unimot; Wskaźniki

(mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody (wzrost r/r)	12%	32%	7%	60%	12%	-7%
Marża brutto na sprzedaży (wzrost r/r)	-18%	94%	6%	28%	-5%	12%
EBITDA (wzrost r/r)	-84%	1337%	-35%	69%	-24%	39%
EBIT (wzrost r/r)	-98%	11387%	-41%	75%	-29%	48%
Zysk netto (wzrost r/r)	-100%	54815%	-42%	70%	-34%	62%
Cykl rotacji należności handlowych w dniach	27	23	24	22	26	28
Cykl rotacji operacyjnych zapasów w dniach	24	19	16	14	18	21
Cykl rotacji zobowiązań handlowych w dniach	23	17	19	16	18	20
Wskaźnik bieżącej płynności	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,4
Wskaźnik szybkiej płynności	0,9	0,9	1,0	0,7	0,7	0,8
Zadłużenie odsetkowe/Kapitały własne	122%	90%	87%	113%	105%	92%
Zadłużenie odsetkowe / (EBITDA)	6,5	2,9	1,3	6,1	6,9	3,8
(EBITDA) / Odsetki	-0,1	-1,0	-0,9	-0,9	-1,2	-1,2
Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy / przychody	8%	8%	5%	8%	8%	7%
Przepływy operacyjne / EBITDA	-105%	38%	175%	-380%	-27%	149%
Marża EBITDA	0,2%	2,0%	1,2%	1,3%	0,9%	1,3%
Marża EBIT	0,0%	1,9%	1,0%	1,1%	0,7%	1,1%
Marża brutto	0,0%	1,7%	0,9%	1,0%	0,6%	1,0%
Marża netto	0,0%	1,4%	0,7%	0,8%	0,5%	0,8%
ROE	0,1%	24,5%	13,2%	19,4%	11,8%	16,8%
ROA	0,0%	8,8%	4,4%	5,8%	3,5%	5,6%

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA



**Czynniki ryzyka**

1. Spadki cen ropy obniżą zapotrzebowanie na kapitał obrotowy
2. Spółka będzie notować wyraźne wzrosty przychodów w ujęciu rok-do-roku w kolejnych okresach
3. Konsumpcja oleju napędowego w Polsce będzie rosła w kolejnych miesiącach
4. Nieplanowane przestoje produkcyjne w rafineriach pozytywnie wpłyną na premie lądowe
5. Następować będzie szybszy rozwój segmentu fotowoltaicznego i detalicznego Spółki
6. Konsolidacja sektora paliwowego doprowadzi do trwałego podniesienia premii lądowych w Polsce
7. Mniejsza konkurencyjność na rynku doprowadzi do trwałego wzrostu premii lądowych
8. Spółka zdecyduje się na wypłaty znacząco większych dywidend w kolejnych latach

**Katalizatory**

1. Ceny ropy negatywnie wpłyną na zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.
2. Wyniki Spółki w roku 2022 będą niższe niż w 2021
3. Wyniki segmentu LPG, gazu ziemnego i energii elektrycznej będą pod presją w 2022
4. Spółka nie zrealizuje swojej prognozy zarządu na 2021 rok
5. PKN Orlen skoryguje swoją politykę cenową, negatywnie wpływając na premie paliwowe
6. Ceny biopaliw pozostaną na rekordowych poziomach
7. Ceny gazu ziemnego i energii elektrycznej pozostaną na wysokich poziomach
8. Spółka w kolejnych kwartałach będzie w dalszym ciągu pokazywać straty w biznesie fotowoltaiki
9. Potencjalnie nieudana próba przejęcia Lotosu przez PKN Orlen negatywnie wpłynie na wolumeny Spółki w 2022
10. Potencjalnie nieudana próba przejęcia Lotosu przez PKN Orlen negatywnie wpłynie na premie lądowe w Polsce

**Przewagi konkurencyjne**

1. Unimot jest obecnie największym niezależnym dostawcą na rynku paliw, uważanym za oczywistą alternatywę dla Orlenu i Lotosu.
2. Zmotywowany i kompetentny zespół menedżerski będący akcjonariuszami Spółki
3. Unimot osiągnął wysoką skalę działalności na hurtowej sprzedaży diesla, która dla nowych konkurentów może być bardzo trudna w osiągnięciu
4. Unimot ściśle współpracuje z PKN Orlen: jest dużym odbiorcą hurtowym oleju napędowego od Orlenu, a jednocześnie jest jednym z głównych dostawców biokomponentów dla Orlenu
5. Rosnąca detaliczna sieć paliwowa spółki zabezpiecza coraz większe wolumeny hurtowe oleju napędowego
6. Wysoka efektywność kosztowa w porównaniu do innych importerów paliw

## PODSTAWOWE POJĘCIA

**Rotacja należności w dniach** – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

**Rotacja zapasów w dniach** – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

**Rotacja zobowiązań handlowych w dniach** – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

**Płynność bieżąca** – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

**Płynność szybka** - Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

**Wskaźnik pokrycia odsetek** – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

**Marża brutto na sprzedaży** – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża EBITDA** – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża zysku netto** – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża zysku przed opodatkowaniem** – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

**ROE** – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

**ROA** – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

**EV** – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

**EPS** – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

**CE** – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

**Stopa dywidendy brutto** – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

**Sprzedaż kasowa** – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

**Kasowe koszty operacyjne** – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonej.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymagają tego dane przypadku.

## SYSTEM REKOMENDACYJNY

**Kupuj** – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

**Trzymaj** – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

**Sprzedaj** – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

**Przeważaj** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

**Neutralnie** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

**Niedoważaj** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

### Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	43	26	6	9	0	2
Procenty	50%	30%	7%	10%	0%	2%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	34	34	7	9	0	2
Procenty	40%	40%	8%	10%	0%	2%

## Banki

**Marża odsetkowa netto** – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

**Dochody pozaodsetkowe** – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

**Spread odsetkowy** – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

**Koszty/Dochody** – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.

**ROE** – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

**ROA** – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

**Kredyty nieregularne** – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3”.

**Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych** – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.

**Odписы na rezerwy netto** – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

### Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarcza usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	10	4	1	1	0	2
Procenty	56%	22%	6%	6%	0%	11%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarcza usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	8	6	1	1	0	2
Procenty	44%	33%	6%	6%	0%	11%

**Rekomendacje fundamentalne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
<b>Unimot</b>									
Łukasz Prokopiuk	Kupuj	17.05.2017	-	18.05.2017	30.01.2018	-41%	-47%	46,00	54,00 -
Łukasz Prokopiuk	-	-	30.05.2017	31.05.2017	-	-	-	42,11	54,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	02.07.2017	03.07.2017	-	-	-	42,44	52,80 ↓
Łukasz Prokopiuk	-	-	12.07.2017	13.07.2017	-	-	-	39,50	52,80 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	03.09.2017	04.09.2017	-	-	-	36,51	52,80 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	15.10.2017	16.10.2017	-	-	-	31,10	52,80 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	25.10.2017	26.10.2017	-	-	-	26,95	35,00 ↓
Łukasz Prokopiuk	-	-	15.11.2017	16.11.2017	-	-	-	26,30	35,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	10.12.2017	11.12.2017	-	-	-	22,28	35,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	10.01.2018	11.01.2018	-	-	-	23,90	35,00 →
Łukasz Prokopiuk	Trzymaj	30.01.2018	-	31.01.2018	09.12.2018	-60%	-54%	25,70	27,50 ↓
Łukasz Prokopiuk	-	-	13.02.2018	14.02.2018	-	-	-	21,00	27,50 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	12.03.2018	13.03.2018	-	-	-	18,50	27,50 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	16.04.2018	17.04.2018	-	-	-	20,70	27,50 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	16.04.2018	17.04.2018	-	-	-	19,60	27,50 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	29.05.2018	30.05.2018	-	-	-	14,75	27,50 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	03.06.2018	04.06.2018	-	-	-	13,70	25,80 ↓
Łukasz Prokopiuk	-	-	16.07.2018	17.07.2018	-	-	-	9,78	25,80 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	18.07.2018	19.07.2018	-	-	-	9,90	10,80 ↓
Łukasz Prokopiuk	-	-	02.08.2018	03.08.2018	-	-	-	10,40	10,80 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	30.08.2018	31.08.2018	-	-	-	9,34	10,80 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	11.10.2018	12.10.2018	-	-	-	9,76	10,80 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	23.10.2018	24.10.2018	-	-	-	9,50	10,80 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	14.11.2018	15.11.2018	-	-	-	8,20	10,80 →
Łukasz Prokopiuk	Kupuj	09.12.2018	-	10.12.2018	08.12.2019	233%	246%	8,60	13,80 ↑
Łukasz Prokopiuk	-	-	10.01.2019	11.01.2019	-	-	-	8,16	13,80 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	04.02.2019	05.02.2019	-	-	-	9,18	13,80 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	26.02.2019	27.02.2019	-	-	-	13,30	13,80 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	26.03.2019	27.03.2019	-	-	-	13,10	13,80 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	03.04.2019	04.04.2019	-	-	-	13,00	21,50 ↑
Łukasz Prokopiuk	-	-	22.04.2019	23.04.2019	-	-	-	13,95	21,50 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	24.04.2019	25.04.2019	-	-	-	13,20	21,50 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	30.05.2019	31.05.2019	-	-	-	14,25	21,50 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	09.07.2019	10.07.2019	-	-	-	17,40	25,50 ↑
Łukasz Prokopiuk	-	-	17.07.2019	18.07.2019	-	-	-	18,00	25,50 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	30.07.2019	31.07.2019	-	-	-	18,15	25,50 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	01.09.2019	02.09.2019	-	-	-	21,00	25,50 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	26.09.2019	27.09.2019	-	-	-	24,10	31,50 ↑
Łukasz Prokopiuk	-	-	13.10.2019	14.10.2019	-	-	-	26,50	31,50 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	24.10.2019	25.10.2019	-	-	-	29,40	31,50 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	17.11.2019	18.11.2019	-	-	-	32,00	31,50 →
Łukasz Prokopiuk	Kupuj	08.12.2019	-	09.12.2019	06.07.2020	54%	68%	28,60	38,00 ↑
Łukasz Prokopiuk	-	-	09.01.2020	10.01.2020	-	-	-	27,10	38,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	04.02.2020	05.02.2020	-	-	-	27,50	38,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	06.02.2020	07.02.2020	-	-	-	28,50	38,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	03.03.2020	04.03.2020	-	-	-	24,20	38,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	30.03.2020	31.03.2020	-	-	-	19,70	38,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	22.04.2020	23.04.2020	-	-	-	21,85	38,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	10.05.2020	11.05.2020	-	-	-	28,75	40,00 ↑
Łukasz Prokopiuk	-	-	19.05.2020	20.05.2020	-	-	-	35,90	40,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	15.06.2020	16.06.2020	-	-	-	39,80	40,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	16.06.2020	17.06.2020	-	-	-	39,68	38,00 ↓
Łukasz Prokopiuk	Trzymaj	06.07.2020	-	07.07.2020	18.01.2021	-10%	-21%	42,20	45,00 ↑
Łukasz Prokopiuk	-	-	13.07.2020	14.07.2020	-	-	-	48,50	45,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	13.07.2020	14.07.2020	-	-	-	48,50	45,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	01.09.2020	02.09.2020	-	-	-	39,85	45,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	08.10.2020	09.10.2020	-	-	-	33,20	45,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	22.10.2020	23.10.2020	-	-	-	27,95	32,00 ↓
Łukasz Prokopiuk	-	-	08.11.2020	09.11.2020	-	-	-	26,60	32,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	06.12.2020	07.12.2020	-	-	-	30,20	36,00 ↑
Łukasz Prokopiuk	-	-	05.01.2021	05.01.2021	-	-	-	35,50	36,00 →
Łukasz Prokopiuk	Kupuj	18.01.2021	-	19.01.2021	05.12.2021	13%	-2%	38,00	49,00 ↑
Łukasz Prokopiuk	-	-	28.01.2021	29.01.2021	-	-	-	39,00	49,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	28.02.2021	01.03.2021	-	-	-	36,35	49,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	16.04.2021	16.04.2021	-	-	-	47,35	49,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	27.04.2021	28.04.2021	-	-	-	47,65	65,00 ↑
Łukasz Prokopiuk	-	-	30.05.2021	31.05.2021	-	-	-	51,40	65,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	01.06.2021	02.06.2021	-	-	-	48,73	63,00 ↓
Łukasz Prokopiuk	-	-	09.07.2021	09.07.2021	-	-	-	45,70	63,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	25.08.2021	26.08.2021	-	-	-	48,05	67,00 ↑
Łukasz Prokopiuk	-	-	31.08.2021	31.08.2021	-	-	-	48,95	67,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	07.10.2021	07.10.2021	-	-	-	49,50	67,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	-	04.11.2021	04.11.2021	-	-	-	49,60	67,00 →
Łukasz Prokopiuk	Trzymaj	05.12.2021	-	06.12.2021	Nie później niż 05.12.2022	-	-	41,00	47,00 ↓

\* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

**Rekomendacje relatywne**

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
<b>Unimot</b>								
Łukasz Prokopiuk	Przeważaj	-	17.05.2017	-	18.05.2017	30.01.2018	46,00	-47%
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	30.05.2017	31.05.2017	-	42,11	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	02.07.2017	03.07.2017	-	42,44	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	12.07.2017	13.07.2017	-	39,50	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	03.09.2017	04.09.2017	-	36,51	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	15.10.2017	16.10.2017	-	31,10	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	25.10.2017	26.10.2017	-	26,95	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	15.11.2017	16.11.2017	-	26,30	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	10.12.2017	11.12.2017	-	22,28	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	10.01.2018	11.01.2018	-	23,90	-
Łukasz Prokopiuk	Niedoważaj	↓	30.01.2018	-	31.01.2018	09.12.2018	25,70	-54%
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	13.02.2018	14.02.2018	-	21,00	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	12.03.2018	13.03.2018	-	18,50	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	16.04.2018	17.04.2018	-	20,70	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	16.04.2018	17.04.2018	-	19,60	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	29.05.2018	30.05.2018	-	14,75	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	03.06.2018	04.06.2018	-	13,70	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	16.07.2018	17.07.2018	-	9,78	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	18.07.2018	19.07.2018	-	9,90	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	02.08.2018	03.08.2018	-	10,40	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	30.08.2018	31.08.2018	-	9,34	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	11.10.2018	12.10.2018	-	9,76	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	23.10.2018	24.10.2018	-	9,50	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	14.11.2018	15.11.2018	-	8,20	-
Łukasz Prokopiuk	Przeważaj	→	09.12.2018	-	10.12.2018	08.12.2019	8,60	246%
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	10.01.2019	11.01.2019	-	8,16	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	04.02.2019	05.02.2019	-	9,18	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	26.02.2019	27.02.2019	-	13,30	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	26.03.2019	27.03.2019	-	13,10	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	03.04.2019	04.04.2019	-	13,00	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	22.04.2019	23.04.2019	-	13,95	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	24.04.2019	25.04.2019	-	13,20	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	30.05.2019	31.05.2019	-	14,25	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	09.07.2019	10.07.2019	-	17,40	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	17.07.2019	18.07.2019	-	18,00	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	30.07.2019	31.07.2019	-	18,15	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	01.09.2019	02.09.2019	-	21,00	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	26.09.2019	27.09.2019	-	24,10	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	13.10.2019	14.10.2019	-	26,50	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	24.10.2019	25.10.2019	-	29,40	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	17.11.2019	18.11.2019	-	32,00	-
Łukasz Prokopiuk	Przeważaj	↓	08.12.2019	-	09.12.2019	22.10.2020	28,60	22%
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	09.01.2020	10.01.2020	-	27,10	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	04.02.2020	05.02.2020	-	27,50	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	06.02.2020	07.02.2020	-	28,50	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	03.03.2020	04.03.2020	-	24,20	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	30.03.2020	31.03.2020	-	19,70	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	22.04.2020	23.04.2020	-	21,85	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	10.05.2020	11.05.2020	-	28,75	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	19.05.2020	20.05.2020	-	35,90	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	15.06.2020	16.06.2020	-	39,80	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	16.06.2020	17.06.2020	-	39,68	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	06.07.2020	07.07.2020	-	42,20	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	13.07.2020	14.07.2020	-	48,50	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	13.07.2020	14.07.2020	-	48,50	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	01.09.2020	02.09.2020	-	39,85	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	08.10.2020	09.10.2020	-	33,20	-
Łukasz Prokopiuk	Niedoważaj	↓	22.10.2020	-	23.10.2020	18.01.2021	27,95	11%
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	08.11.2020	09.11.2020	-	26,60	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	06.12.2020	07.12.2020	-	30,20	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	05.01.2021	05.01.2021	-	35,50	-
Łukasz Prokopiuk	Przeważaj	↑	18.01.2021	-	19.01.2021	05.12.2021	38,00	-2%
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	28.01.2021	29.01.2021	-	39,00	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	28.02.2021	01.03.2021	-	36,35	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	16.04.2021	16.04.2021	-	47,35	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	27.04.2021	28.04.2021	-	47,65	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	30.05.2021	31.05.2021	-	51,40	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	01.06.2021	02.06.2021	-	48,73	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	09.07.2021	09.07.2021	-	45,70	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	25.08.2021	26.08.2021	-	48,05	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	31.08.2021	31.08.2021	-	48,95	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	07.10.2021	07.10.2021	-	49,50	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	04.11.2021	04.11.2021	-	49,60	-
Łukasz Prokopiuk	Neutralnie	↓	05.12.2021	-	06.12.2021	Nie później niż 05.12.2022	41,00	-

\* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej „GPW”) na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ z GPW w ramach „Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 6 grudnia 2021 r., godz. 7:10.  
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 6 grudnia 2021 r., godz. 7:20.

Raport jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ informuje, że wyłącznie usługa doradztwa inwestycyjnego polega na przygotowaniu i przekazaniu klientowi rekomendacji osobistej w oparciu o potrzeby i sytuację danego klienta. W przypadku chęci uzyskania takiej rekomendacji osobistej konieczne jest zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego w tym zakresie z firmą inwestycyjną świadczącą takie usługi.

Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym opracowaniu stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jego wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. DM BOŚ informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany na zasadach określonych w Umowie, nie rzadziej niż raz w roku.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy o Obrocie. Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów.

Autorskie prawa majątkowe do niniejszego opracowania przysługują GPW. Zasady korzystania z opracowania zostały określone w Umowie. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu wbrew zasadom określonym w Umowie.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#unimot>.

DM BOŚ jest uprawniony do przekazywania raportu lub jego tłumaczenia na języki obce na rzecz swoich klientów, przy czym nie nastąpi to wcześniej niż udostępnienie raportu na stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#unimot>.

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ świadczył usługi maklerskie na TGE na rzecz Unimotu i otrzymywał wynagrodzenie z tytułu podpisanej umowy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ świadczył usługi inwestycyjne na rzecz Unimotu i otrzymywał wynagrodzenie z tytułu podpisanej umowy.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport, a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji.

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

#### Maklerzy

**Piotr Kalbarczyk**  
tel.: +48 (22) 504 32 43  
p.kalbarczyk@bossa.pl

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

**Sobiesław Pająk, CFA**  
(Strategia, TMT)

**Sylwia Jaśkiewicz, CFA**  
(Materiały budowlane,  
dobra podstawowe i konsumenckie,  
ochrona zdrowia)

**Tomasz Rodak, CFA**  
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

**Łukasz Prokopiuk, CFA**  
(Chemia, górnictwo,  
maszyny górnicze, paliwa)

**Michał Sobolewski, CFA, FRM**  
(Banki i finanse specjalne)

**Jakub Viscardi**  
(Telekomunikacja, dobra podstawowe  
i konsumenckie,  
dystrybutorzy IT, energetyka)

**Maciej Wewiórski**  
(Deweloperzy mieszkaniowi  
i nieruchomości, budownictwo)

**Mikołaj Stepien**  
Asystent analityka

**Michał Zamel**  
Asystent analityka

---

Copyright © 2021 by DM BOŚ S.A.

**Dom Maklerski Banku Ochrony  
Środowiska Spółka Akcyjna**  
ul. Marszałkowska 78/80  
00-517 Warszawa  
[www.bossa.pl](http://www.bossa.pl)  
Informacja: (+48) 0 801 104 104