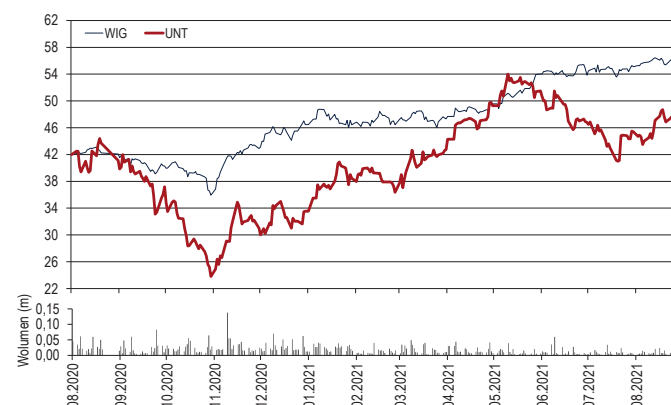


Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0

Unimot

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Spółka Unimot jest największym niezależnym hurtowym dostawcą diesla w Polsce, ale też znaczącym dostawcą biokomponentów, gazu ziemnego, LPG czy energii elektrycznej. Spółka również konsekwentnie rozbudowuje swoją detaliczną sieć franczyzową AVIA oraz ma ambicje stać się istotnym dostawcą paneli fotowoltaicznych. Wyceniliśmy Spółkę dwiema metodami: DCF FCFF i porównawczą uzyskując średnią wycenę w horyzoncie 12 miesięcy na poziomie 67,0 zł na akcję. Nasza wycena akcji Unimotu znajduje się znacząco powyżej kursu rynkowego, dlatego rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Spółki od fundamentalnej **Kupuj** i krótkoterminowej relatywnej **Przeważaj**.

Jesteśmy optymistycznie nastawieni do biznesu handlu hurtowego diesla Spółki, oczekując utrzymania relatywnie dobrych wyników w segmencie diesel/bio w kolejnych kwartałach. Spółka korzysta na szeregu istotnych czynników, które napędzają premie lądowe paliw oraz pozytywnie wpływają na wolumeny sprzedaży. Po pierwsze, inflacyjne otoczenie pozytywnie przekłada się na poziomy premii lądowych. Po drugie, nowa polityka cenowa Orlenu wspiera premie (od tego roku kontrakty hurtowe na rynku paliwowym w Polsce bazują wyłącznie na cennikach Orlenu wyłączając kwotowania Plattsa). Po trzecie,

20/2021/GPW (80) 25 sierpnia 2021

Analitik: Łukasz Prokopiuk, CFA

Sektor: Paliwa

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (-)

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (-)

Kurs: 48,05 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 67,0 zł (-)

Kapitalizacja: 99,5 mln US\$

Bloomberg: UNT PW

Średni obrót dzienny: 0,16 mln US\$

12M przedział kursowy: 23,80-54,00 zł

Free float: 33%

Skorygowane zyski

Skorygowane zyski o: (i) pozostałe koszty operacyjne netto, (ii) efekty księgowe 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	7 040,2	7 290,8	7 395,3
EBITDA	mln zł	58,3	100,4	90,0	100,0
EBIT	mln zł	49,3	88,4	77,7	87,7
Zysk netto	mln zł	35,2	62,7	54,5	62,7
Skoryg. EBITDA	mln zł	85,8	75,4	90,0	100,0
Skoryg. EBIT	mln zł	76,8	63,4	77,7	87,7
Skoryg. Zysk netto	mln zł	53,8	54,9	54,5	62,7
EPS	PLN	4,29	7,64	6,64	7,65
Zmiana EPS r/r	%	-42	78	-13	15
FCFF	mln zł	155,3	-130,6	2,1	65,5
Dług (gotówka) netto	mln zł	114,8	270,4	292,9	251,9
P/E	x	7,3	7,2	7,2	6,3
P/CE	x	6,3	5,9	5,9	5,3
EV/EBITDA	x	5,9	8,8	7,6	6,5
EV/EBIT	x	6,6	10,5	8,8	7,4
Stopa dywidendy brutto	%	4,1	4,1	4,1	4,1
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	75,4	90,0	100,0
Skoryg. EBITDA (ON + biopaliwa)	mln zł	82,1	86,2	85,0	85,0
Skoryg. EBITDA (LPG)	mln zł	6,3	5,2	7,8	10,0
Skoryg. EBITDA (Gaz)	mln zł	11,8	4,7	5,0	5,0
Skoryg. EBITDA (Energia elektryczna)	mln zł	4,4	3,9	7,4	10,0
Skoryg. EBITDA (Fotowoltaika)	mln zł	-1,9	-7,7	-1,0	5,0
Skoryg. EBITDA (Detal)	mln zł	-2,5	0,0	0,3	0,0
Skoryg. EBITDA (Pozostałe)	mln zł	-14,4	-17,0	-14,5	-15,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników za 3 kwartał 2021: 16 listopada

planowane połączenie Orlenu z Lotosem, traktowane jak monopolizacja rynku, również zawyża premie, ale też powoduje, że hurtowi odbiorcy paliw dużo bardziej cenią niezależnych dostawców takich jak Unimot. Po czwarte, wypadnięcie Onico z rynku paliw w Polsce jest wciąż relatywnie świeżym wydarzeniem i ma duże znaczenie, zwłaszcza

w kontekście wyżej wymienionych czynników i utrzymującego się znaczącego deficytu na rynku oleju napędowego w Polsce. Bazując na wynikach za I półrocze i w oczekiwaniu dobrych wyników za III kwartał, oczekujemy w tym roku w tym segmencie skorygowanej EBITDA na bardzo wysokim poziomie 86 milionów zł – poziomie wyższym od rekordowego roku 2020.

Niestety Spółka napotkała w tym roku szereg wyzwań w pozostałych biznesach: (i) rekordowe ceny

gazu i niekorzystna krzywa na rynku terminowym gazu, (ii) ograniczona płynność kontraktów na energię elektryczną na TGE, (iii) wprowadzone cała importowe na import LNG z Białorusi oraz (iv) zmiany w dotacjach do instalacji paneli fotowoltaicznych i rosnąca konkurencja. W związku z powyższym, mimo oczekiwanych silnych wyników na sprzedaży diesla, wyraźne przekroczenie prognozy zarządu (poziom skorygowanej EBITDA w wysokości 75 milionów zł) wydaje nam się w tej chwili ambitnym zadaniem.

Czynniki ryzyka

1. Spółka nie będzie w stanie zrealizować swojej prognozy zarządu w tym roku (poziom skorygowanej EBITDA w wysokości 75 milionów zł).
2. PKN Orlen skoryguje swoją politykę cenową, negatywnie wpływając na premie paliwowe.
3. Ceny biopaliw pozostaną na obecnych, rekordowych poziomach negatywnie wpływając na własne marże na oleju napędowym i na wielkości kontraktów sprzedaży dla Orlenu i Lotosu.
4. Ceny gazu ziemnego pozostaną na obecnych, rekordowych poziomach, negatywnie wpływając na popyt i na krzywą terminową na TGE.
5. Płynność kontraktów terminowych na energię elektryczną na TGE pozostanie ograniczona w kolejnych miesiącach negatywnie wpływając na uzyskiwane marże.
6. Ceny ropy powrócą do wzrostów, negatywnie wpływając na zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.
7. Spółka w kolejnych kwartałach będzie w dalszym ciągu pokazywać straty w biznesie fotowoltaiki.
8. Potencjalnie nieudana próba przejęcia Lotosu przez PKN Orlen, negatywnie wpłynie na wolumeny Spółki w 2022.
9. Potencjalnie nieudana próba przejęcia Lotosu przez PKN Orlen, negatywnie wpłynie na premie lądowe w Polsce.

Katalizatory

1. Zarząd podniesie swoje prognozy EBITDA na rok 2021 w wysokości 75 mln zł.
2. Spółka będzie notować wyraźne wzrosty przychodów w ujęciu rok-do-roku w kolejnych okresach.
3. Konsumpcja oleju napędowego w Polsce wróci do znaczących wzrostów.
4. Nieplanowane przestoje produkcyjne w okolicznych 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. Spadki cen ropy doprowadzą do obniżenia zapotrzebowania na kapitał obrotowy w Spółce.
9. Spółka zdecyduje się na wypłaty znacząco większych dywidend w kolejnych latach.

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.

1. Wycena

- ▲ Nasza wycena docelowa oparta na wycenach: porównawczej i wycenie metodą DCF FCFF, implikuje 67,0 zł na akcję Spółki w horyzoncie 12 miesięcy.
- ▲ Na podstawie wyceny porównawczej szacujemy wartość akcji na 38,3-81,7 zł, z wartością średnią na poziomie 56,0 zł na akcję.
- ▲ W horyzoncie 12 miesięcy wycena metodą DCF FCFF implikuje przedział 57,7-82,7 zł na akcję w zależności od stopy wolnej od ryzyka i wzrostu w okresie rezydualnym, z wartością centralną na poziomie 68,0 na akcję Spółki.

Metody wyceny

Wyceny Spółki dokonaliśmy dwiema metodami: dochodową (DCF FCFF) i porównawczą bazując na wskaźnikach P/E i P/CE. Przykładamy większą wagę (90%) do wyceny dochodowej ze względu na niedoskonałą bazę porównawczą.

Tabela 1. Unimot; Średnia ważona wycena

	Wycena DCF	Wycena porównawcza
Wagi	90%	10%
Wycena (zł na akcję)	68,0	56,0
Średnia ważona wycena (zł na akcję)	67,0	

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

DCF FCFF

Przy konstrukcji modelu przyjęliśmy następujące założenia: (i) wzrost rezydualny na poziomie 2% (w scenariuszu bazowym), (ii) betę nielewarowaną na poziomie 1,2, (iii) premię za ryzyko na rynku akcji na poziomie 6,5%, (iv) stopę wolną od ryzyka na poziomie 2,0%. W wyniku wyceny metodą DCF FCFF uzyskaliśmy wartość akcji Spółki w przedziale 57,7-82,7 zł w zależności od przyjętej stopy rezydualnego wzrostu nominalnych przepływów pieniężnych oraz średniego ważonego kosztu kapitału w okresie rezydualnym z wartością centralną na poziomie 68,0 zł.

Tabela 2. Unimot; Wrażliwość wyceny na założenia okresu rezydualnego

FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	9,4%	9,6%	9,8%	10,0%	10,2%
1,0%	62,8	61,5	60,2	58,9	57,7
1,5%	66,8	65,3	63,8	62,4	61,1
2,0%	71,4	69,6	68,0	66,4	64,8
2,5%	76,6	74,6	72,7	70,8	69,1
3,0%	82,7	80,3	78,1	75,9	73,9

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 3. Unimot; Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

(mln zł)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	>2028P
Przychody	7 040,2	7 290,8	7 395,3	7 395,3	7 395,3	7 395,3	7 395,3	7 395,3	
zmiana r/r	46%	4%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	
EBIT	63,4	77,7	87,7	87,7	87,7	87,7	87,7	87,7	
zmiana r/r	-17%	22%	13%	0%	0%	0%	0%	0%	
Marża EBIT	0,9%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Efektywna stopa podatkowa (T)	21%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT*(1-T)	49,9	62,9	71,0	71,0	71,0	71,0	71,0	71,0	
zmiana r/r	-18%	26%	13%	0%	0%	0%	0%	0%	
EBITDA	75,4	90,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
zmiana r/r	-12%	19%	11%	0%	0%	0%	0%	0%	
Marża EBITDA	1,1%	1,2%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	
Amortyzacja (D)	12,0	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	
EBIT*(1-T) + D	61,9	75,2	83,3	83,3	83,3	83,3	83,3	83,3	
zmiana r/r	-12%	22%	11%	0%	0%	0%	0%	0%	
Wydatki inwestycyjne	-11,9	-11,7	-11,3	-12,8	-10,8	-10,8	-11,3	-12,6	
Zmiany w kapitale obrotowym	-180,6	-61,4	-6,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Wolne przepływy pieniężne	-130,6	2,1	65,5	70,5	72,5	72,5	72,0	70,7	
zmiana r/r	n.m.	n.m.	3048%	8%	3%	0%	-1%	-2%	2,0%
Koszt kapitału własnego									
Stopa wolna od ryzyka (nominalna)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
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	1,43	1,45	1,42	1,39	1,35	1,30	1,26	1,21	1,21
Wymagana stopa zwrotu	11,3%	11,4%	11,2%	11,0%	10,8%	10,5%	10,2%	9,9%	9,9%
Koszt długu									
Koszt długu przed opodatkowaniem	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Efektywna stopa podatkowa	21,4%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)									
Waga kapitału akcyjnego	75%	74%	77%	81%	85%	89%	94%	99%	99%
Koszt kapitału własnego	11,3%	11,4%	11,2%	11,0%	10,8%	10,5%	10,2%	9,9%	9,9%
Waga długu	25%	26%	23%	19%	15%	11%	6%	1%	1%
Kosz długu po opodatkowaniu	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Średni ważony koszt kapitału	9,0%	9,0%	9,1%	9,3%	9,4%	9,6%	9,7%	9,8%	9,8%
Współczynnik dyskonta	1,00	1,03	1,12	1,23	1,34	1,47	1,62	1,77	
Czynnik dyskonta	1,00	0,97	0,89	0,81	0,74	0,68	0,62	0,56	
Bieżąca wartość wolnych przepływów pieniężnych	-	2,0	58,3	57,4	53,9	49,2	44,6	39,9	
Wzrost FCFF w okresie rezydualnym (%)									2,0%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym (%)									9,8%
Wartość rezydualna									926,1
Wartość bieżąca wartości rezydualnej									522,1
Suma wartości bieżących wolnych przepływów pieniężnych									305,3
Wartość firmy									827,5
Zadłużenie odsetkowe, koniec 2021E									270,4
Dywidenda do wypłaty									0,0
Wartość udziałów niekontrolujących, koniec 2021E									0,0
Wartość kapitału własnego									557,1
Liczba akcji (miliony)									8,2
Wartość kapitału własnego na akcję spółki Unimot									68,0

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Wycena porównawcza

Nasza wycena porównawcza bazuje na grupie spółek krajowych z sektora paliwowego. Grupa ta zdecydowanie nie jest wiernym odwzorowaniem profilu Unimotu. Jednak wobec braku szacunków wyników dla bezpośrednich konkurentów Spółki i ze względu na brak adekwatnej grupy porównawczej, zdecydowaliśmy się na wycenę porównawczą do spółek PKN Orlen, Lotos i PGNiG. W naszej analizie posługujemy się szacowanymi wskaźnikami P/E i P/CE na lata 2021, 2022, 2023. Naszym zdaniem, wskaźniki EV/EBITDA i EV/EBIT nie są dobrymi wskaźnikami dla porównania ze względu na inny charakter biznesu Spółki (handlowy, a nie produkcyjny) i ze względu na relatywnie wysoki udział kosztów utrzymywania zapasów obowiązkowych w Spółce. Oszacowana na bazie wyceny porównawczej wartość akcji Unimotu mieści się w przedziale 38,3-81,7 zł, z wartością centralną na poziomie 56,0 zł na akcję.

Tabela 4. Unimot; Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/CE		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Średnia dla spółek porównawczych	12,2	10,4	8,9	4,9	4,2	3,7	9,7	7,8	6,6	4,8	4,7	4,2
Lotos	16,5	9,0	6,5	5,0	3,7	2,8	10,5	6,4	4,3	5,5	4,3	3,7
PGNiG	10,9	11,1	10,9	4,4	4,1	3,7	7,6	7,3	6,9	5,4	5,1	4,9
PKN Orlen	9,1	11,3	9,4	5,3	5,0	4,5	11,0	9,7	8,5	3,7	4,7	4,2
Unimot	7,0	7,1	6,2	8,7	7,6	6,4	10,4	8,8	7,3	5,8	5,8	5,2
Premia (dyskonto) cenowe Unimot do średniej	-42%	-32%	-31%	78%	78%	75%	7%	12%	11%	19%	23%	22%
Wartość na akcję kapitału akcyjnego Unimot	81,7	69,4	68,4	12,1	10,8	13,9	42,2	38,3	39,5	39,5	38,3	38,8
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%
Średnia implikowana wartość na akcję kapitału akcyjnego Unimot	56,0											
Zysk netto, EBITDA, EBIT, Zysk netto + amortyzacja (mln zł)	54,9	54,5	62,7	75,4	90,0	100,0	63,4	77,7	87,7	66,9	66,8	75,0
Dług netto (mln zł),	-	-	-	270,4	292,9	251,9	270,4	292,9	251,9	-	-	-
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 24 Sierpnia, 2021

Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ SA

2. Model biznesowy i strategia

- ▲ Główną działalnością Spółki jest sprzedaż oleju napędowego dla odbiorców hurtowych i detalicznych.
- ▲ Spółka zarabia na imporcie diesla między innymi dzięki tzw. premii lądowej.
- ▲ Zgodnie z polityką dywidendową Unimot wypłaca dywidendy w wysokości min. 30% zysku netto UNIMOT SA
- ▲ Spółka publikuje prognozy roczne skorygowanej EBITDA każdorazowo, pod koniec roku poprzedzającego.
- ▲ Jednym z założeń strategicznych Spółki jest dywersyfikacja biznesu i dążenie, by w 2023 r. 70% EBITDA nie było związane ze sprzedażą oleju napędowego.

2.1. Model biznesowy

Pozycjonowanie

Grupa Kapitałowa Unimot pozycjonuje się na rynku jako największy niezależny dostawca oleju napędowego w Polsce, ale też jednocześnie jako dystrybutor innych nośników energii: biopaliw, LPG, gazu ziemnego oraz energii elektrycznej. Dodatkowo poczynając od zeszłego roku Unimot zaczął budować segment fotowoltaiki. W celu zabezpieczenia sprzedaży wolumenów hurtowych oleju napędowego i uzyskania większej kontroli łańcucha wartości, Unimot również konsekwentnie rozbudowuje swoją franczyzową sieć paliwową pod szyldem Avia. Do chwili obecnej segment diesel/bio odpowiadał za zdecydowaną większość zarówno sprzedaży, jak i EBITDA Spółki, jednak jednym z założeń strategicznych jest dywersyfikacja działalności.

Spółka zarabia na imporcie oleju napędowego między innymi dzięki tzw. premii lądowej.

Spółka zarabia na imporcie oleju napędowego między innymi dzięki tzw. premii lądowej. Rynek diesla w Polsce od lat pozostaje rynkiem deficytowym wymuszającym import produktu z zewnątrz. Deficyt ten przekłada się na wyraźną premię cenową w stosunku do kwotowań w głównych terminalach paliwowych w Europie. Duża część zakupów realizowana jest z podmiotami zagranicznymi, a Emitent jest ich bezpośrednim importerem. Diesel jest sprowadzany głównie z kierunku wschodniego, a import zwykle następuje statkami poprzez bazę paliwową w Dębogórze, ale też składami kolejowymi z Białorusi i Niemiec. Szacowana przez nas premia lądowa na oleju napędowym w Polsce w ostatnich latach kształtowała się średnio na poziomie od około 19 groszy na litrze do nawet 40 groszy na litrze. Spółka wykorzystuje swoją elastyczność i efektywność kosztową starając się dostarczyć paliwo po kosztach mniejszych gwarantujących jak największą marżę.

Kluczowe zagadnienia w działalności importowej Spółki

Działalność importowa diesla Unimotu jest biznesem wielowymiarowym i wymaga skoordynowania szeregu działań. Po pierwsze, Spółka musi dobrze zarządzać logistyką paliwową (zarówno kosztem, jak i czasem dostaw i dystrybucji). Po drugie, w związku z dużą zmiennością cen działalność ta może mieć sens jedynie w przypadku jednoczesnego zabezpieczania cen dostaw i cen sprzedaży oleju napędowego za pomocą hedgingu. Jest to ciągły proces, którego efektem jest „złapanie” przez Spółkę bieżących premii lądowych. Po trzecie, według regulacji wraz z importem paliw Spółka jest zmuszona utrzymywać kosztowne zapasy obowiązkowe paliw, co

ma wpływ na realizowane na bieżąco marże (na bieżąco tworzone są rezerwy na szacowane koszty utrzymywania zapasów), ale także na poziom zaangażowanego kapitału obrotowego. Niezwykle istotną częścią działalności biznesowej jest szybkie i optymalne zarządzanie kapitałem obrotowym. Po czwarte, również w związku z obowiązującymi regulacjami, Spółka jest obowiązana do mieszania paliw z biokomponentami w celu realizacji bardzo kłopotliwych wskaźników NCW i NCR. Należy również wspomnieć, że ze względu na relatywnie małe marże działalności w porównaniu do cen sprzedawanych produktów, kluczowym w tym biznesie jest utrzymywanie wysokiej skali działalności. Między innymi ze względu na powyższe kwestie, uważamy, że działalność importerska paliw charakteryzuje się bardzo wysokimi barierami wejścia.

Wejście na rynek oleju napędowego w 2014 roku

Spółka rozpoczęła hurtową sprzedaż oleju napędowego od II kwartału 2014 roku. Diesel początkowo był sprzedawany głównie hurtowniom oraz dużym odbiorcom detalicznym z własnymi zbiornikami paliwowymi (np. firmy transportowe). Początkowo sprzedaż tego produktu odbywała się z dwóch baz paliwowych. Przejęcie w październiku 2014 roku zorganizowanej części przedsiębiorstwa Unimot Express sp. z o.o. specjalizującej się w obrocie olejem napędowym (południowa Polska) wraz z pozyskaniem doświadczonego zespołu pracowników miało wpływ na dalszy rozwój tego obszaru działalności Spółki zarówno w zakresie terytorialnym, jak również wolumenowym. Obecnie sprzedaż jest prowadzona z baz paliwowych zlokalizowanych na terenie całego kraju, a Unimot wraz ze wzrostem własnej sieci detalicznej sprzedaje coraz większe wolumeny oleju napędowego odbiorcom indywidualnym.

Silny wzrost sprzedaży oleju napędowego w 2016 roku

Wejście w życie rządowych przepisów ograniczających szarą strefę w roku 2016 stało się bardzo dużym bodźcem do wzrostu rynku diesla w Polsce i było przełomowym katalizatorem dla rozwoju Spółki. Unimot wykorzystał pojawienie się znaczącej luki na rynku i przechwycił dużą część krajowego importu paliwa. Kluczowym momentem rozwoju Spółki było przeprowadzenie w 2017 roku SPO na GPW, które umożliwiło pozyskanie dużych środków na kapitał obrotowy, niezbędnych do finansowania rosnącej sprzedaży.

Turbulencje rynkowe i restrukturyzacja w 2017-2018

W okresie 2017-2018 działalność importowa w zakresie oleju napędowego znalazła się pod silną presją za sprawą polityki PKN Orlen zmierzającej do przechwycenia większej części importu paliw w Polsce. Podpisując bardzo nisko wyceniane kontrakty z własnymi odbiorcami hurtowymi, PKN Orlen negatywnie wpłynął na własne wyniki, ale też zaniżył realne premie paliwowe i ograniczył marże importerów, niekiedy do poziomów utraty rentowności. Wspomniana sytuacja rynkowa wymusiła restrukturyzację kosztową spółki Unimot i zmianę jej polityki wyłącznego zaopatrzenia paliw z importu. Spółka zaczęła kupować znaczące ilości oleju napędowego od samego Orlenu, korzystając z cenowych upustów zależnych między innymi od wielkości pobieranego wolumenu.

Upadek Onico i kolejne sukcesy

Wspomniane bardzo wymagające warunki rynkowe ostatecznie wyeliminowały z rynku paliw spółkę Onico, dotychczasowego największego bezpośredniego konkurenta Unimotu. Wydarzenie to odwróciło negatywne tendencje na rynku ponownie prowadząc do powstania luki podażowej i jednocześnie wspierając premie paliwowe. Unimot okazał się głównym beneficjentem zachodzących zmian: Spółce udało się przechwycić znaczną część wolumenów sprzedaży oleju napędowego i kontraktów bio po Onico, a także skorzystać na odbudowie marż

importerskich. Dodatkowo Spółka przejęła od Onico biznes sprzedaży produktów asfaltowych. Od tamtej chwili Unimot stał się niekwestionowanym liderem wśród niezależnych dostawców paliw w Polsce i jest uważany przez głównych odbiorców hurtowych za oczywistą alternatywę dla dostaw paliw od Orlenu czy Lotosu.

Dalsze zmiany strukturalne na rynku paliw w Polsce w związku z planami połączenia Orlenu z Lotosem (2019-2021)

Państwowe plany połączenia PKN Orlen z Lotosem, mimo że są jeszcze ciągle w trakcie realizacji, spowodowały dalsze zmiany na rynku paliw w Polsce. Po pierwsze, naszym zdaniem efektywnie doprowadziły do dalszej monopolizacji rynku i zarazem do wzrostu lądowych premii paliwowych. Po drugie, PKN Orlen, począwszy od tego roku, zmienił swój system kontraktacji z odbiorcami hurtowymi, uzależniając swoje kontrakty jedynie od własnych cenników, a wyłączając kwotowania Plattsa, co również wspiera premie paliwowe. Po trzecie, planowane połączenie spowodowało, że odbiorcy hurtowi obecnie traktują PKN Orlen i Lotos jak jeden podmiot i starają się o relatywnie większe niż zwykle wolumeny u alternatywnych dostawców, takich jak Unimot.

COVID-19 i warunki inflacyjne pomogły wyników

Ostatnie kwartały charakteryzowały się wyjątkowo dobrym otoczeniem dla Unimotu, jeśli chodzi o olej napędowy. Pandemia COVID-19, przynajmniej w Polsce, tylko w ograniczonym stopniu zaniżyła popyt na olej napędowy i nie zmieniła mocno zapotrzebowania na import paliw. Natomiast zaburzenia łańcuchów logistycznych, stworzenie warunków inflacyjnych zawyżających premie lądowe, a również znaczące zmienności cen ropy stworzyły dla Spółki okazję, którą ta w pełni wykorzystała generując skorygowaną EBITDA w 2020 roku na poziomie prawie 86 milionów zł z udziałem segmentu diesel/bio na poziomie 82 miliona zł.

2.2. Akcjonariat i struktura grupy

Główni akcjonariusze

Głównymi akcjonariuszami Spółki są: Unimot Express sp. z o.o. oraz Zemadon LTD, które skupiają blisko 64% akcji. Udział akcji w wolnym obrocie wynosi ponad 36%. Wśród udziałowców Spółki są również członkowie zarządu – Robert Brzozowski i Marek Moroz.

Tabela 5. Unimot; Akcjonariat

Nazwa Akcjonariusza	Liczba akcji	Udział w kapitale zakładowym	Liczba głosów	Udział w głosach
Unimot Express Sp. z o.o.	3 593 625	43,84%	3 593 625	42,04%
Zemadon LTD	1 616 661	19,72%	1 966 661	23,01%
Inni	2 987 532	36,44%	2 987 532	34,95%
Razem	8 197 818	100,00%	8 547 818	100,00%

Źródło: Spółka

Unimot Express sp. z o.o.

Unimot Express sp. z o.o. – współnikami posiadającymi równy udział, tj. po 49,75% w kapitale i głosach w jednostce dominującej wobec Emitenta, są Adam Władysław Sikorski (bratanek Prezesa Zarządu Adama Antoniego Sikorskiego) oraz Zemadon Ltd z siedzibą w Nikozji na Cyprze. Pozostały mniejszościowy udział stanowiący 0,5% w kapitale zakładowym i głosach w Unimot Express sp. z o.o. posiada żona Adama Antoniego Sikorskiego, Magdalena Sikorska.

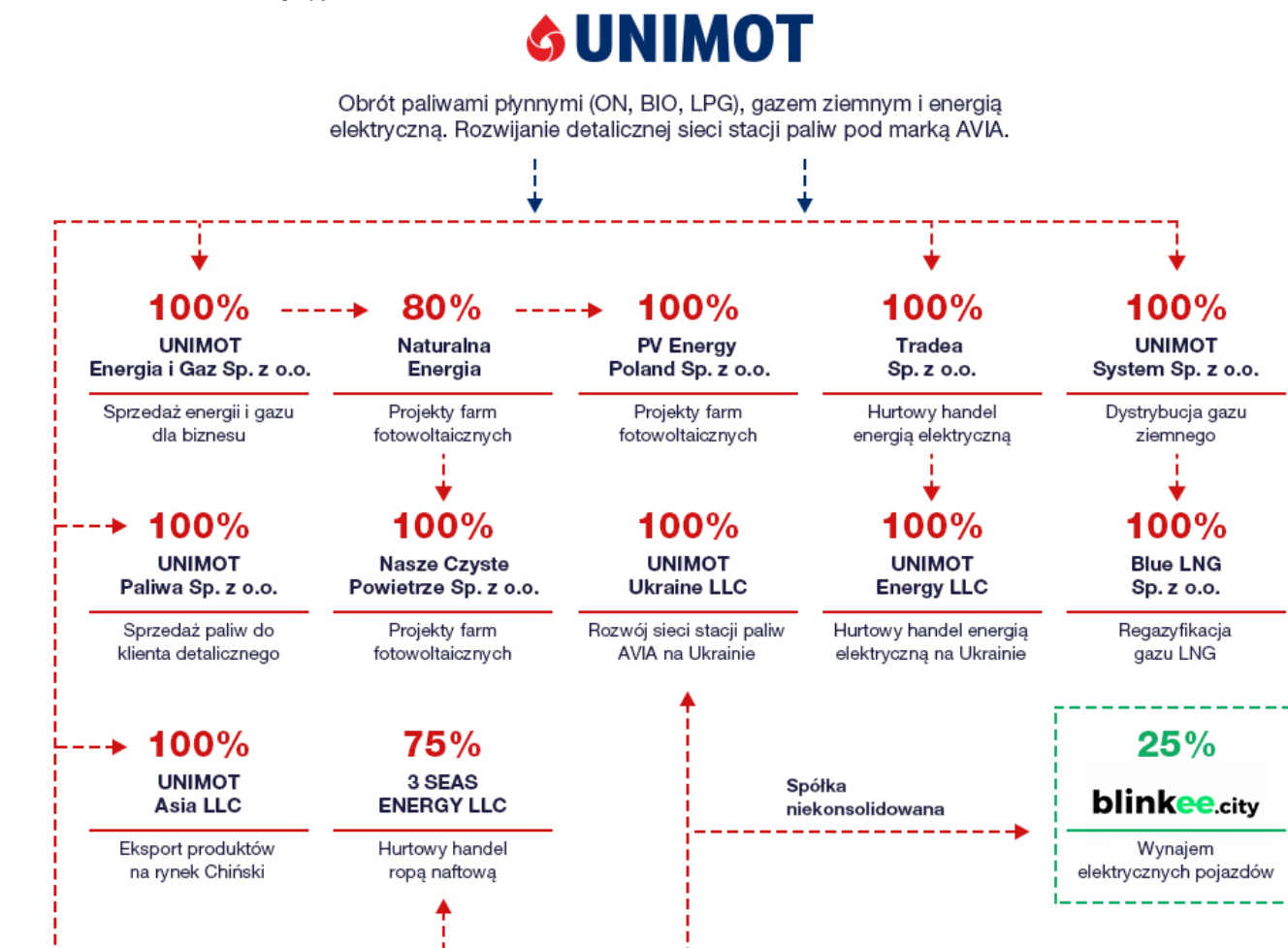
Zemadon Ltd.

Zemadon Ltd. – 100% udziałów w kapitale i głosach posiada fundacja „Family First Foundation” z siedzibą w Vaduz w Lichtensteinie, kontrolowana przez Adama Antoniego Sikorskiego, której beneficjentami jest rodzina Adama Antoniego Sikorskiego.

Struktura grupy

Spółka UNIMOT SA stworzyła wokół siebie silną Grupę Kapitałową złożoną z wielu spółek zależnych. Ich zadaniem jest rozwój działalności Grupy w sektorach paliw ciekłych, gazowych i energii elektrycznej, a także budowa sieci stacji paliw i oferty detalicznej, jak również rozwój projektów farm fotowoltaicznych oraz oferty instalacji paneli fotowoltaicznych dla odbiorców indywidualnych.

Wykres 1. Unimot; Struktura grupy



Źródło: Spółka

2.3. Strategia

Główne założenia strategiczne

28 czerwca 2018 r. zatwierdzona została Strategia Grupy UNIMOT na lata 2018-2023. Główne cele strategiczne Grupy UNIMOT na lata 2018-23 obejmują:

- Wzrost efektywności biznesu, mierzony wskaźnikiem ROCE (liczony jako EBITDA/ aktywa trwałe pomniejszone o kapitał pracujący). Spółka dąży do wskaźnika ROCE w wysokości 15% w 2023 roku.
- Dywersyfikację działalności – generowanie w 2023 r. 70% EBITDA z intensywnie rozwijanych biznesów poza olejem napędowym.
- Rozwój sieci AVIA w Polsce – 200 stacji paliw w sieci do końca 2023 r.

- Coroczną wypłatę dywidendy w wysokości min. 30% zysku netto UNIMOT SA
- Pierwotnie Strategia zawierała także cel finansowy na 2023 r. (75 mln zł skonsolidowanej skorygowanej EBITDA), ale Spółka zdecydowała się odwołać długoterminowe prognozy i publikować prognozy roczne każdorazowo, pod koniec roku poprzedzającego.

Plany dywersyfikacyjne

Jednym z założeń strategicznych Spółki jest dywersyfikacja biznesu i dążenie, by w 2023 r. aż 70% EBITDA nie było związane ze sprzedażą oleju napędowego. W tym celu Unimot konsekwentnie rozwija swoją ofertę na rynku LPG, gazu ziemnego, energii elektrycznej czy produktów asfaltowych. Dodatkowo Unimot rozwija w Polsce sieć stacji paliw pod marką AVIA, a od czerwca 2020 roku Grupa UNIMOT oferuje także instalacje fotowoltaiczne pod marką AVIA Solar.

3. Rynek

- ▲ Rynek oleju napędowego jest główną determinantą wyników Spółki.
- ▲ Szacujemy, że ponad 1/4 zapotrzebowania na diesla pochodzi z importu, mimo rozbudowy rafinerii Gdańskiej.
- ▲ Pozytywnie oceniamy perspektywy rynku diesla w Polsce w najbliższych latach.
- ▲ Rynek oleju napędowego zasługuje, naszym zdaniem na szczególną uwagę inwestorów

Unimot to spółka multienergetyczna, która działa na rynkach związanych z dystrybucją nośników energii, jednakże, historycznie sprzedaż segmentu diesel/bio stanowiła około 80%-90% zarówno przychodów, jak i generowanej EBITDA i nie zakładamy w naszych szacunkach, by ta proporcja się znacząco zmieniła w przyszłości. Z tego względu, to biznes dieslowy stanowić będzie główną zmienną wyników i to rynek oleju napędowego zasługuje na szczególną uwagę inwestorów.

Szacujemy, że ponad 1/4 zapotrzebowania na diesel pochodzi z importu

Biorąc pod uwagę roczną docelową produkcję maksymalną oleju napędowego w Rafinerii Gdańskiej w wysokości 6 milionów ton i nominalne efektywne możliwości produkcyjne w Rafinerii Płockiej (około 7 milionów ton) oraz szacunki rocznej znormalizowanej konsumpcji (według danych Orlenu) w wysokości 17.5 miliona ton, szacujemy, że import oleju napędowego stanowi ponad ¼ całego zapotrzebowania. W rzeczywistości, ze względu na przestoje (zarówno planowane, jak i nieplanowane), wydaje nam się, że udział importu może być niekiedy wyraźnie większy, a zwłaszcza w szczycie sezonu. Naszym zdaniem rozbudowa Rafinerii Gdańskiej nie zmieniła mocno struktury rynku, a jedynie była odpowiedzią na rosnący od paru lat rynek. Nasze szacunki zapotrzebowania na import są w relacji do konsumpcji są bardzo podobne do tych sprzed 5 lat.

Od czego zależy premia paliwowa?

Premia lądowa wynika przede wszystkim z polityki cenowej PKN Orlen w Polsce, który ze względu na dużą skalę deficytu oleju napędowego w kraju, stara się uwzględnić w cenie paliwa potencjalny koszt importu jako alternatywę dla własnej produkcji. Z tego względu rosnące koszty pracy, transportu, frachtu i szeroko rozumianej logistyki mają zwykle pozytywny wpływ na poziom premii. Drugą stroną równania jest konkurencyjność na polskim rynku paliw. Większa liczba efektywnych dostawców może negatywnie wpłynąć na poziom premii. Z drugiej strony nie powinno dziwić, że próby konsolidacji sektora (połączenie PKN Orlen i Lotosu), poprzez zmniejszenie konkurencyjności, będą prawdopodobnie prowadzić do strukturalnego podniesienia premii lądowych.

Pozytywnie oceniamy perspektywy rynku diesla w Polsce

Jesteśmy optymistycznie nastawieni do biznesu handlu hurtowego diesla w Polsce w najbliższych latach. Po pierwsze, inflacyjne otoczenie pozytywnie przekłada się na poziomy premii lądowych. Po drugie, nowa polityka cenowa Orlenu wspiera premie (od tego roku kontrakty hurtowe na rynku paliwowym w Polsce bazują

wyłącznie na cennikach Orlenu wyłączając kwotowania Plattsa). Po trzecie, planowane połączenie Orlenu z Lotosem, traktowane jak monopolizacja rynku, również zawyża premie, ale też powoduje, że hurtowi odbiorcy paliw dużo bardziej cenią niezależnych dostawców takich jak Unimot. Po czwarte, wypadnięcie Onico z rynku paliw w Polsce jest wciąż relatywnie świeżym wydarzeniem i ma duże znaczenie, zwłaszcza w kontekście wyżej wymienionych driverów i utrzymującego się znaczącego deficytu na rynku oleju napędowego w Polsce.

4. Wyniki i prognozy finansowe

- ▲ **Oczekujemy pozytywnych dynamik skorygowanej EBITDA w latach 2021-2023.**
- ▲ **Nasza prognoza długoterminowej skorygowanej EBITDA to 100 milionów zł.**
- ▲ **Jesteśmy pozytywnie nastawieni do segmentu diesel/bio w kolejnych kwartałach.**
- ▲ **Ze względu na trudności w innych segmentach przekroczenie prognozy zarządu w tym roku jest ambitnym zadaniem.**

Przychody

Przychody segmentu diesel/bio historycznie stanowiły około 80-90% całkowitej sprzedaży Spółki i zakładamy, że w kolejnych kwartałach ta proporcja nie ulegnie znaczącej zmianie. Zakładamy, że wolumen segmentu diesel/bio wzrośnie do poziomu 1,5 miliona m³, co przy utrzymaniu bieżących cen paliw przełoży się na roczne przychody segmentu w wysokości około 6 miliardów zł. Nasza prognoza rocznych skonsolidowanych przychodów w latach 2022-2028 to 7,4 miliarda zł.

EBITDA w latach 2021-2023

Oczekujemy stopniowej poprawy skorygowanej EBITDA w latach 2021-2023, głównie za sprawą poprawy rentowności mniej znaczących segmentów przy jednoczesnym utrzymaniu EBITDA segmentu diesel/bio. Nasze szacunki skorygowanej EBITDA w latach 2021-2023 to kolejno: 75 milionów zł, 90 milionów zł oraz 100 milionów zł. Oczekiwana przez nas poprawa wyników w kolejnych latach jest głównie efektem oczekiwanego ograniczania strat w segmencie fotowoltaicznym, ale także stopniowej poprawy rentowności segmentu LPG i energii elektrycznej, a zarazem wyjścia ze strat sieci detalicznej AVIA.

Oczekiwana EBITDA długoterminowa w podziale na segmenty

W naszych prognozach długoterminowych prognozach zakładamy, że Spółka będzie generować średnią skorygowaną EBITDA w wysokości 100 milionów zł. Uważamy, że segment diesel/bio będzie w stanie wygenerować 85 milionów zł (zakładamy, że bieżący mix EBITDA w podziale na segmenty zostanie w przybliżeniu utrzymany). W naszych prognozach długoterminowych szacujemy, że oba segmenty energii elektrycznej i LPG będą w stanie wygenerować każdy po 10 milionów zł rocznie. Szacujemy, że segment gazu ziemnego będzie w sposób powtarzalny generować skorygowaną EBITDA w wysokości 5 milionów zł. Oczekujemy, że udział segmentu fotowoltaicznego w EBITDA będzie dodatni w wysokości 5 milionów zł.

Polityka dywidendowa

Jednym z założeń strategicznych Spółki jest coroczna wypłata dywidendy w wysokości min. 30% zysku netto UNIMOT SA. Wydaje nam się prawdopodobne, że Spółka, wraz z oczekiwanym wzrostem wyników, będzie w stanie stopniowo zwiększać w kolejnych latach dywidendy w porównaniu z wypłatą w roku 2021 (mimo że w naszych projekcjach zakładamy stały poziom, prawie 2 zł na akcję).

Perspektywy wyników w biznesie diesel/bio w kolejnych kwartałach

Mamy optymistyczne nastawienie do biznesu handlu hurtowego diesla Spółki, oczekując utrzymania relatywnie dobrych wyników w segmencie diesel/bio w kolejnych kwartałach. Spółka korzysta na szeregu istotnych czynników, które napędzają premię lądowe paliw oraz pozytywnie wpływają na wolumeny sprzedaży. Po pierwsze, inflacyjne otoczenie pozytywnie przekłada się na poziomy premii lądowych. Po drugie, nowa polityka cenowa Orlenu wspiera premie (od tego roku

kontrakty hurtowe na rynku paliwowym w Polsce bazują wyłącznie na cennikach Orlenu wyłączając kwotowania Plattsa). Po trzecie, planowane połączenie Orlenu z Lotosem, traktowane jak monopolizacja rynku, również zawyża premie, ale też powoduje, że hurtowi odbiorcy paliw dużo bardziej cenią niezależnych dostawców takich jak Unimot. Po czwarte, wypadnięcie Onico z rynku paliw w Polsce jest wciąż relatywnie świeżym wydarzeniem i ma duże znaczenie, zwłaszcza w kontekście wyżej wymienionych czynników i utrzymującego się znaczącego deficytu na rynku oleju napędowego w Polsce. Bazując na wynikach za I półrocze i w oczekiwaniu dobrych wyników za III kwartał, oczekujemy w tym segmencie skorygowanej EBITDA na bardzo wysokim poziomie 86 milionów zł – poziomie wyższym od rekordowego roku 2020.

Możliwe trudności w pozostałych segmentach

Niestety w br. Spółka napotkała szereg wyzwań w pozostałych biznesach: (i) rekordowe ceny gazu i niekorzystna krzywa na rynku terminowym gazu, (ii) ograniczona płynność kontraktów na energię elektryczną na TGE, (iii) wprowadzone cała importowe na import LNG z Białorusi oraz (iv) zmiany w dotacjach instalowanych paneli fotowoltaicznych. W związku z powyższym, mimo oczekiwanych silnych wyników na sprzedaży diesla, przekroczenie prognozy zarządu (poziom skorygowanej EBITDA w wysokości 75 milionów zł) wydaje nam się w tej chwili ambitnym zadaniem.

Wstępne szacunki na trzeci kwartał

W naszych prognozach finansowych wstępnie zakładamy, że wynik za trzeci kwartał po poziomie skorygowanej EBITDA wyniesie 18 milionów zł. Zakładamy utrzymanie bardzo dobrych wyników segmentu diesel/bio na poziomie 22 milionów zł, ale także stopniowego ograniczenia strat w segmencie fotowoltaicznym.

Tabela 6. Unimot; Wstępna prognoza na III kw. 21

MSSF skonsolidowane (mln zł)				zmiana		zmiana		zmiana
	III kw. 21P	II kw. 21	III kw. 20	k/k	r/r	I-IV kw. 21P	I-IV kw. 20	r/r
Przychody	1 905,1	1 731,2	1 338,3	10%	42%	7 040,2	4 819,5	46%
EBITDA	18,0	26,6	4,7	-33%	283%	100,4	58,3	72%
EBIT	15,0	23,6	2,0	-37%	662%	88,4	49,3	79%
Zysk netto	9,8	16,9	0,9	-42%	972%	62,7	35,2	78%
Skoryg. EBITDA	18,0	16,0	9,8	12%	84%	75,4	85,8	-12%
Skoryg. EBIT	15,0	13,0	7,0	15%	113%	63,4	76,8	-17%
Skoryg. Zysk netto	9,8	11,8	0,8	-17%	1114%	54,9	53,8	2%

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 7. Unimot; Wstępna szczegółowa prognoza na III kw. 21

MSSF skonsolidowane (mln zł)	III kw. 21P	II kw. 21	III kw. 20	zmiana k/k	zmiana r/r	I-IV kw. 21P	I-IV kw. 20	zmiana r/r
Przychody	1 905,1	1 731,2	1 338,3	10%	42%	7 040,2	4 770,0	48%
ON + biopaliwa	1 688,9	1 449,9	968,0	16%	74%	6 004,1	3 845,9	56%
LPG	117,6	125,8	83,7	-7%	40%	500,7	343,0	46%
Gaz	6,7	19,2	6,6	-65%	2%	141,9	71,8	98%
Energia elektryczna	35,0	55,6	32,4	-37%	8%	150,5	120,1	25%
Fotowoltaika	4,0	4,1	1,2	-3%	233%	16,4	5,0	226%
Stacje paliw	28,0	53,5	21,9	-48%	28%	144,0	69,4	107%
Pozostałe	25,0	23,1	224,5	8%	-89%	82,6	314,7	-74%
Skoryg. koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-1 833,2	-1 658,5	-1 286,4	11%	43%	-6 746,6	-4 499,6	50%
Skoryg. marża brutto na sprzedaży	71,9	72,7	51,9	-1%	38%	293,6	270,4	9%
Koszty ogólne i sprzedaży	-56,9	-59,7	-44,9	-5%	27%	-230,2	-193,6	19%
Korekta amortyzacji	3,0	3,0	2,7	-	-	12,0	9,0	-
Skoryg. EBITDA	18,0	16,0	9,8	12%	84%	75,4	85,8	-12%
Skoryg. EBITDA (ON + biopaliwa)	22,4	24,2	13,6	-7%	66%	86,2	82,1	5%
Skoryg. EBITDA (LPG)	0,0	1,4	1,1	n.m.	n.m.	5,2	6,3	-16%
Skoryg. EBITDA (Gaz)	0,0	-0,9	0,4	n.m.	-86%	4,7	11,8	-60%
Skoryg. EBITDA (Energia elektryczna)	1,4	0,6	-1,2	109%	n.m.	3,9	4,4	-11%
Skoryg. EBITDA (Fotowoltaika)	-1,8	-3,9	-0,6	-	-	-7,7	-1,9	-
Skoryg. EBITDA (Detal)	0,0	0,3	-0,8	-	-	0,0	-2,5	-
Skoryg. EBITDA (Pozostałe)	-4,0	-5,7	-2,6	-	-	-17,0	-14,4	-
Pozostałe przychody operacyjne netto	0,0	0,3	1,4	-	-	0,4	-6,7	-
Effekty wyceny zapasów	0,0	7,3	-1,4	-	-	11,4	-16,0	-
NCW/NCR transfer kosztów	0,0	4,3	-4,5	-	-	14,5	-4,9	-
Transfery kosztów (gaz)	0,0	-1,3	-1,0	-	-	-1,3	0,0	-
Inne transfery	0,0	0,0	0,4	-	-	0,0	0,0	-
EBITDA	18,0	26,6	4,7	-33%	283%	100,4	58,3	72%
Amortyzacja	-3,0	-3,0	-2,7	0%	10%	-12,0	-9,0	33%
EBIT	15,0	23,6	2,0	-37%	662%	88,4	49,3	79%
Koszty finansowe netto	-2,9	-1,5	-1,0	-	-	-8,8	-5,5	-
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	-	-	0,0	0,0	-
Zysk przed opodatkowaniem	12,1	22,1	1,0	-46%	1128%	79,6	43,7	82%
Podatek dochodowy	-2,3	-5,3	-0,1	-	-	-17,0	-9,0	-
Udziały niekontrolujące	0,0	-0,1	0,0	-	-	-0,2	-0,4	-
Zysk netto	9,8	16,9	0,9	-42%	972%	62,7	35,2	78%

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

5. Sprawozdania finansowe

Tabela 8. Unimot; Bilans

(mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	76,8	80,4	148,7	148,6	148,0	147,0
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
Aktywa obrotowe	526,5	606,7	641,6	901,2	953,9	1 007,2
Zapasy	190,5	239,3	166,7	316,8	364,5	369,8
Należności handlowe	288,9	325,1	358,7	504,7	532,1	539,2
Gotówka	47,2	42,4	116,3	79,8	57,2	98,3
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa	603,3	687,1	790,3	1 049,9	1 102,0	1 154,2
Kapitał własny	187,5	246,9	266,0	312,1	350,4	397,0
Kapitały niekontrolujące	5,8	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Zobowiązania i rezerwy	410,0	440,2	524,5	738,0	751,8	757,5
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	387,2	401,0	406,7
Inne zobowiązania	0,0	8,1	21,1	0,0	0,0	0,0
Pasywa	603,3	687,1	790,3	1 049,9	1 102,0	1 154,2

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 9. Unimot; Rachunek przepływów pieniężnych

(mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Zysk netto	0,1	60,4	35,2	62,7	54,5	62,7
Udziały niekontrolujące	-3,3	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,0
Amortyzacja	5,5	6,4	9,0	12,0	12,3	12,3
Pozostałe korekty	20,7	27,4	13,6	5,0	10,4	10,3
Przepływy operacyjne przed zmianami w kapitale obrotowym	23,1	93,8	57,4	79,5	77,2	85,3
Zmiany w kapitale obrotowym:	-52,3	-69,8	93,2	-180,6	-61,4	-6,5
Zmiana stanu zapasów	42,7	-48,8	72,7	-150,1	-47,7	-5,2
Zmiana stanu należności	4,0	-57,2	-36,9	-146,0	-27,5	-7,1
Zmiana stanu zobowiązań handlowych	-99,0	36,3	57,4	115,5	13,8	5,7
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	-29,2	23,9	150,6	-101,1	15,8	78,8
Wydatki inwestycyjne	-1,0	1,1	-7,9	-11,9	-11,7	-11,3
Pozostałe	-0,1	-5,7	0,3	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-1,1	-4,6	-7,7	-11,9	-11,7	-11,3
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	-9,4	-10,5	-10,5
Pozostałe	-3,5	-7,2	-6,4	-17,1	0,1	0,2
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-27,3	-17,2	-30,6	76,5	-26,6	-26,4
Przepływy pieniężne razem	-57,6	2,1	112,4	-36,5	-22,5	41,0

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 10. Unimot; Rachunek wyników

(mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	3 371,0	4 460,2	4 770,0	7 040,2	7 290,8	7 395,3
ON + biopaliwa	2 932,9	3 898,5	3 845,9	6 004,1	6 397,3	6 397,3
LPG	301,7	343,5	343,0	500,7	470,3	555,8
Gaz	44,8	47,9	71,8	141,9	62,2	62,2
Energia elektryczna	73,4	102,1	120,1	150,5	130,0	130,0
Fotowoltaika	0,0	0,0	5,0	16,4	22,0	28,0
Stacje paliw	18,0	35,2	69,4	144,0	105,0	118,0
Pozostałe	0,3	33,1	314,7	82,6	104,0	104,0
Skoryg. koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-3 231,3	-4 249,7	-4 499,6	-6 746,6	-6 976,6	-7 065,2
Skoryg. marża brutto na sprzedaży	139,7	210,5	270,4	293,6	314,2	330,1
Koszty ogólne i sprzedaży	-117,4	-154,2	-193,6	-230,2	-236,5	-242,4
Korekta amortyzacji	5,5	6,4	9,0	12,0	12,3	12,3
Skoryg. EBITDA	27,9	62,7	85,8	75,4	90,0	100,0
Skoryg. EBITDA (ON + biopaliwa)	35,1	60,3	82,1	86,2	85,0	85,0
Skoryg. EBITDA (LPG)	5,9	7,9	6,3	5,2	7,8	10,0
Skoryg. EBITDA (Gaz)	-2,3	0,6	11,8	4,7	5,0	5,0
Skoryg. EBITDA (Energia elektryczna)	-1,9	7,6	4,4	3,9	7,4	10,0
Skoryg. EBITDA (Fotowoltaika)	0,0	0,0	-1,9	-7,7	-1,0	5,0
Skoryg. EBITDA (Detal)	-2,8	-1,7	-2,5	0,0	0,3	0,0
Skoryg. EBITDA (Pozostałe)	-6,1	-12,0	-14,4	-17,0	-14,5	-15,0
Pozostałe przychody operacyjne netto	-3,8	1,4	-6,7	0,4	0,0	0,0
Effekty wyceny zapasów	-17,8	25,9	-16,0	11,4	0,0	0,0
NCW/NCR transfer kosztów	0,0	0,0	-4,9	14,5	0,0	0,0
Transfery kosztów (gaz)	0,0	0,0	0,0	-1,3	0,0	0,0
Inne transfery	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	6,3	89,9	58,3	100,4	90,0	100,0
Amortyzacja	-5,5	-6,4	-9,0	-12,0	-12,3	-12,3
EBIT	0,7	83,5	49,3	88,4	77,7	87,7
Koszty finansowe netto	-0,9	-8,8	-5,5	-8,8	-10,4	-10,3
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	-0,2	74,7	43,7	79,6	67,2	77,4
Podatek dochodowy	-2,9	-14,8	-9,0	-17,0	-12,8	-14,7
Udziały niekontrolujące	-3,3	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,0
Zysk netto	0,1	60,4	35,2	62,7	54,5	62,7

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA
Tabela 11. Unimot; Wskaźniki

(mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody (wzrost r/r)	12%	32%	7%	48%	4%	1%
Marża brutto na sprzedaży (wzrost r/r)	-18%	94%	6%	28%	-1%	5%
EBITDA (wzrost r/r)	-84%	1337%	-35%	72%	-10%	11%
EBIT (wzrost r/r)	-98%	11387%	-41%	79%	-12%	13%
Zysk netto (wzrost r/r)	-100%	54815%	-42%	78%	-13%	15%
Cykl rotacji należności handlowych w dniach	27	23	24	21	24	24
Cykl rotacji operacyjnych zapasów w dniach	24	19	16	13	18	19
Cykl rotacji zobowiązań handlowych w dniach	23	17	19	18	21	21
Wskaźnik bieżącej płynności	1,3	1,4	1,4	1,3	1,4	1,4
Wskaźnik szybkiej płynności	0,9	0,9	1,0	0,9	0,8	0,9
Zadłużenie odsetkowe/Kapitały własne	122%	90%	87%	112%	100%	88%
Zadłużenie odsetkowe / (EBITDA)	6,5	2,9	1,3	3,6	3,3	2,5
(EBITDA) / Odsetki	-0,1	-1,0	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy / przychody	8%	8%	5%	6%	6%	6%
Przepływy operacyjne / EBITDA	-105%	38%	175%	-134%	18%	79%
Marża EBITDA	0,2%	2,0%	1,2%	1,4%	1,2%	1,4%
Marża EBIT	0,0%	1,9%	1,0%	1,3%	1,1%	1,2%
Marża brutto	0,0%	1,7%	0,9%	1,1%	0,9%	1,0%
Marża netto	0,0%	1,4%	0,7%	0,9%	0,7%	0,8%
ROE	0,1%	24,5%	13,2%	20,1%	15,5%	15,8%
ROA	0,0%	8,8%	4,4%	6,0%	4,9%	5,4%

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

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 EBIT – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

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

Marża zysku netto – Procentowy stosunek zysku netto 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 odroczonych.

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 wymaga tego dany przypadek.

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	Sprzedaż	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	46	23	6	10	0	1
Procenty	53%	27%	7%	12%	0%	1%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	36	28	11	10	0	1
Procenty	42%	33%	13%	12%	0%	1%

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.

Odpisy 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 cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców 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.

Rekomendacje fundamentalne

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
Unimot									
Łukasz Prokopiuk	Kupuj	–	17.05.2017	-	18.05.2017	30.01.2018	-41%	-47%	54,00 –
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	Trzymaj	↓	30.01.2018	-	31.01.2018	09.12.2018	-60%	-54%	25,70 ↓
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	Kupuj	↑	09.12.2018	-	10.12.2018	08.12.2019	233%	246%	8,60 ↑
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	Kupuj	→	08.12.2019	-	09.12.2019	06.07.2020	54%	68%	28,60 ↑
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	Trzymaj	↓	06.07.2020	-	07.07.2020	18.01.2021	-10%	-21%	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	-	→	-	22.10.2020	23.10.2020	-	-	-	27,95 ↓
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	Kupuj	↑	18.01.2021	-	19.01.2021	Nie później niż 18.01.2022	32%	11%	38,00 ↑
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 ↑

* 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
Unimot								
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	Nie później niż 18.01.2022	38,00	11%
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	-

* 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: 26 sierpnia 2021 r., godz. 7:10.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 26 sierpnia 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 Stępień
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
Informacja: (+48) 0 801 104 104