

**5/2023/GPW (13)** 14 marca 2023

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

# Unimot

Opinia inwestycyjna .....	2
Najbliższe wydarzenia .....	2
Wstępna prognoza wyników za I kw. 2023 r. ....	3
Wyniki wstępne za IV kw. 2022 .....	5
Zmiany prognoz .....	5
Nasze długoterminowe prognozy EBITDA .....	5
Wycena Spółki .....	6
Sprawozdania finansowe .....	8
Czynniki ryzyka .....	10
Katalizatory .....	10
Przewagi konkurencyjne .....	10
Zastrzeżenia prawne .....	11

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

# Unimot

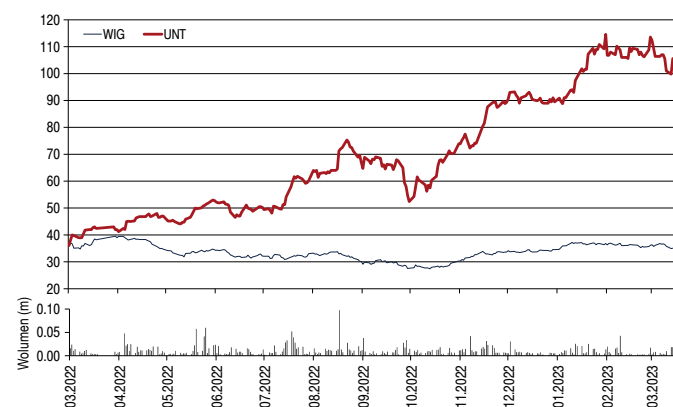
5/2023/GPW (13) 14 marca 2023

Analitik: Łukasz Prokopiuk, CFA

Sektor: Paliwa  
 Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)  
 Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)  
 Kurs: 105,60 zł  
 Wycena akcji w horyzoncie 12M: 130,00 zł (↑)

Kapitalizacja: 194,6 mln US\$  
 Bloomberg: UNT PW  
 Średni obrót dzienny: 0,27 mln US\$  
 12M przedział kursowy: 41,05-114,60 zł  
 Free float: 36%

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Opinia inwestycyjna

Akcje Spółki pozostają niezmiennie w gronie preferowanych przez nas pomysłów inwestycyjnych (Kupuj, Przeważaj + Wycena w horyzoncie 12 miesięcy na poziomie 130,0 zł na akcję). Zakładana przez nas normalizacja paliwowych premii lądowych postępuje, ale na tyle powoli, że wiele wskazuje na to, że marżowość w tym roku i tak pozostanie na relatywnie wysokim poziomie. Mimo, opóźnienia w przejęciu aktywów logistycznych i asfaltowych od Lotosu i Orlenu ponownie podwyższamy nasze prognozy finansowe dla Unimotu. Podtrzymujemy pozytywne oczekiwania co do dywidendy za rok 2022 (DPS 12 zł za akcję) i uważamy, że propozycja dywidendy może stanowić wsparcie dla kursu akcji. Również zwracamy uwagę, że obserwowana ostatnio mocna korekta na walorze, wynika raczej z czynników zewnętrznych (ogólna przecena na rynku polskim i zagranicznym wraz z pogarszającym się sentymentem), co może być okazją inwestycyjną dla cierpliwych inwestorów.

Zakładana przez nas normalizacja paliwowych premii lądowych postępuje, ale na tyle powoli, że wiele wskazuje na to, że marżowość w tym roku i tak pozostanie na relatywnie wysokim poziomie. Według naszych szacunków paliwowe

## 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		2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	mln zł	8 193,0	13 822,0	14 643,1	13 395,3
EBITDA	mln zł	117,1	499,5	358,1	273,5
EBIT	mln zł	104,4	484,5	308,1	218,5
Zysk netto	mln zł	76,3	371,9	218,4	146,6
Skoryg. EBITDA	mln zł	67,3	503,9	358,1	273,5
Skoryg. EBIT	mln zł	54,6	488,9	308,1	218,5
Skoryg. Zysk netto	mln zł	37,7	378,0	218,4	146,6
EPS	PLN	9,30	45,37	26,64	17,89
Zmiana EPS r/r	%	b.z.	b.z.	-41	-33
FCFF	mln zł	-201,7	361,1	-252,8	190,6
Dług (gotówka) netto	mln zł	331,4	36,8	419,1	324,4
P/E	x	22,9	2,3	4,0	5,9
P/CE	x	17,2	2,2	3,2	4,3
EV/EBITDA	x	17,8	1,8	3,6	4,4
EV/EBIT	x	21,9	1,8	4,2	5,4
Stopa dywidendy brutto	%	1,9	0,0	11,4	7,6
DPS	zł	1,97	0,00	12,00	8,00
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		2021	2022P	2023P	2024P
Skoryg. EBITDA	mln zł	67,3	503,9	358,1	273,5
Skoryg. EBITDA (ON + biopaliwa)	mln zł	84,3	430,3	316,8	175,7
Skoryg. EBITDA (LPG)	mln zł	16,8	73,3	34,5	20,0
Skoryg. EBITDA (Gaz)	mln zł	-0,9	26,9	13,5	10,0
Skoryg. EBITDA (Energia elektryczna)	mln zł	-4,2	46,7	5,0	10,0
Skoryg. EBITDA (Fotowoltaika)	mln zł	-7,1	-4,1	-2,0	5,0
Skoryg. EBITDA (Detal)	mln zł	0,0	4,7	7,0	12,8
Skoryg. EBITDA (Pozostałe)	mln zł	-21,5	-73,9	-16,7	40,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników za 4 kwartał 2022: 20 kwietnia, 2023
2. Publikacja wyników za 1 kwartał 2023: 23 maja, 2023
3. Publikacja wyników za 2 kwartał 2023: 30 sierpnia, 2023
4. Publikacja wyników za 3 kwartał 2023: 15 listopada, 2023

premie lądowe uległy pewnej normalizacji w I kw. tego roku, jednak wciąż pozostają na poziomie relatywnie wysokim w kontekście lat poprzednich i to mimo wyraźnego schłodzenia koniunktury gospodarczej. Nasze wstępne prognozy na

I kw. 2023, wskazują na optymistyczny poziom skorygowanej EBITDA na poziomie 90 milionów zł (vs. 88 milionów zł wygenerowanych w I kw. 2022). Natomiast ze względu na czynniki sezonowe i wciąż bardzo napiętą sytuację logistyczną w regionie, widzimy większe szanse na wzrosty marżowości w kolejnych miesiącach niż ryzyka dalszej ich normalizacji. Zwracamy uwagę, że w obecnych uwarunkowaniach, Europejski sektor paliwowy, który w dużo większym stopniu wspiera się importem paliw z coraz dalszych, nie-rosyjskich źródeł, jest bardziej narażony na różnego rodzaju szoki podażowe niż kiedyś. Bardzo łatwo jest nam sobie wyobrazić czynniki szokowe, które mogą zadziałać latem, mocno wspierając premie paliwowe (złe warunki pogodowe, nieplanowane wyłączenia rafinerii, niski stan wód na Renie, przestoje i blokady w portach, itp.).

**Ponownie podwyższamy nasze prognozy finansowe dla Unimotu.** Na początku lutego Spółka opublikowała swoje wstępne wyniki za IV kw., które okazały się wyższe na poziomie skorygowanej EBITDA o około 42 miliony zł od naszych finalnych prognoz (i ponad dwukrotnie wyższe od naszych wstępnych szacunków EBITDA za kwartał, o których pisaliśmy jeszcze w listopadzie). Uwzględniamy te dane wstępne w naszych prognozach rocznych, oczekując rocznej skorygowanej EBITDA za 2022 roku na rekordowym poziomie ponad 500 milionów zł. Ze względu na utrzymujące się pozytywne otoczenie w segmencie paliw, lekko podnosimy nasze założenia generacji EBITDA w segmencie diesel/bio w latach 2023-2024. Jest to częściowo niwelowane przez obniżkę dla segmentu pozostałe, ze względu na oczekiwane wyższe koszty korporacyjne oraz przez opóźnienie w przejściu aktywów logistycznych i asfaltowych od Lotosu i Orlenu (przesunięcie zakupu na 2 kw. 2023). Sumarycznie jednak, nasza prognozowana skorygowana EBITDA dla Spółki na lata 2023

i 2024 rośnie do poziomu niecałych 360 milionów zł i 275 milionów zł (gdzie udział nowo pozyskanych aktywów od Lotosu i Orlenu to odpowiednio 50 milionów zł i 70 milionów zł). Można zatem w uproszczeniu przyjąć (pomijając te aktywa kupowane), że oczekujemy spadku porównywalnego poziomu EBITDA z około 500 milionów zł w roku 2022 do około 300 milionów zł w 2023 roku i do około 200 milionów zł w 2024.

**Pozytywne oczekiwania co do dywidendy może stanowić wsparcie dla kursu akcji.** Podtrzymujemy nasze oczekiwania, że Spółka wypłaci dywidendę z rekordowych zysków ubiegłorocznych. Nasz raportowany oczekiwany zysk netto Spółki na rok 2022 to około 370 milionów zł, co przy historycznej wypłacie na poziomie około 30% generowanych zysków daje szansę na DPS co najmniej w wysokości 12 zł na akcję (stopa dywidendy to około 11%). Wydaje nam się, że oczekiwana propozycja wypłaty może stanowić wsparcie dla kursu. Zwracamy uwagę, że w naszych projekcjach, bazując na naszych prognozach na rok 2023, uwzględniamy kolejną dywidendę (wypłacaną w przyszłym roku z zysków za 2023) w wysokości 8 zł na akcję (ze stopą dywidendy na poziomie około 8%).

#### Wstępna prognoza wyników za I kw. 2023 r.

Spółka opublikuje swoje wyniki za I kw. za rok 2023 w dniu 23 maja.

Wstępnie oczekiwany przez nas poziom skonsolidowanej skorygowanej kwartalnej EBITDA za I kw. to 90 milionów zł (wobec 88 milionów zł w I kw. 2022). Raportowany wynik EBIT oraz zysk netto oczekujemy na poziomach 77,5 miliona zł oraz 58,6 miliona zł. Na dany moment zakładamy, że segmenty diesel/bio oraz LPG wygenerują EBITDA w wysokości odpowiednio 86 milionów zł i 9 milionów zł.

Tabela 1. Unimot; Wstępna prognoza na I kw. 23

MSSF skonsolidowane (mln zł)	I kw. 23P	IV kw. 22	1 kw. 22	zmiana		zmiana		zmiana
				k/k	r/r	I-IV kw. 23P	I-IV kw. 22	
Przychody	3 450,9	4 118,5	2 371,2	-16%	46%	14 643,1	13 822,0	6%
EBITDA	90,0	222,0	147,3	-59%	-39%	358,1	499,5	-28%
EBIT	77,5	217,4	144,2	-64%	-46%	308,1	484,5	-36%
Zysk netto	58,6	171,1	114,7	-66%	-49%	218,4	371,9	-41%
<b>Skoryg. EBITDA</b>	<b>90,0</b>	<b>222,0</b>	<b>87,5</b>	<b>-59%</b>	<b>3%</b>	<b>358,1</b>	<b>503,9</b>	<b>-29%</b>
<b>Skoryg. EBIT</b>	<b>77,5</b>	<b>217,4</b>	<b>84,3</b>	<b>-64%</b>	<b>-8%</b>	<b>308,1</b>	<b>488,9</b>	<b>-37%</b>
<b>Skoryg. Zysk netto</b>	<b>58,6</b>	<b>171,1</b>	<b>65,1</b>	<b>-66%</b>	<b>-10%</b>	<b>218,4</b>	<b>378,0</b>	<b>-42%</b>

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 2. Unimot; Szczegółowa wstępna prognoza na I kw. 23

MSSF skonsolidowane (mln zł)	I kw. 23P	IV kw. 22	1 kw. 22	zmiana		zmiana		zmiana
				k/k	r/r	I-IV kw. 23P	I-IV kw. 22	
<b>Przychody</b>	<b>3 450,9</b>	<b>4 118,5</b>	<b>2 371,2</b>	<b>-16%</b>	<b>46%</b>	<b>14 643,1</b>	<b>13 822,0</b>	<b>6%</b>
ON + biopaliwa	2 906,0	3 609,3	1 804,6	-19%	61%	12 495,7	11 253,8	11%
LPG	212,7	193,6	188,2	10%	13%	850,9	959,5	-11%
Gaz	192,5	185,2	196,9	4%	-2%	478,7	662,7	-28%
Energia elektryczna	30,0	30,0	74,0	0%	-59%	130,0	382,6	-66%
Fotowoltaika	4,7	5,5	2,5	-15%	91%	18,8	10,4	81%
Stacje paliw	80,0	70,0	84,9	14%	-6%	344,0	410,9	-16%
Pozostałe	25,0	25,0	20,1	0%	24%	325,0	142,1	129%
Skoryg. koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-3 304,9	-3 804,2	-2 222,3	-13%	49%	-13 987,7	-12 932,5	8%
<b>Skoryg. marża brutto na sprzedaży</b>	<b>146,0</b>	<b>314,4</b>	<b>148,9</b>	<b>-54%</b>	<b>-2%</b>	<b>655,3</b>	<b>889,5</b>	<b>-26%</b>
Koszty ogólne i sprzedaży	-68,6	-97,0	-64,6	-29%	6%	-347,2	-400,6	-13%
Korekta amortyzacji	12,5	4,6	3,1	-	-	50,0	15,0	-
<b>Skoryg. EBITDA</b>	<b>90,0</b>	<b>222,0</b>	<b>87,5</b>	<b>-59%</b>	<b>3%</b>	<b>358,1</b>	<b>503,9</b>	<b>-29%</b>
Skoryg. EBITDA (ON + biopaliwa)	86,4	200,0	49,0	-57%	76%	316,8	430,3	-26%
Skoryg. EBITDA (LPG)	8,8	15,0	17,6	-41%	-50%	34,5	73,3	-53%
Skoryg. EBITDA (Gaz)	6,0	15,0	4,3	-60%	39%	13,5	26,9	-50%
Skoryg. EBITDA (Energia elektryczna)	1,2	15,0	24,4	-92%	-95%	5,0	46,7	-89%
Skoryg. EBITDA (Fotowoltaika)	0,5	-0,8	-0,4	-	-	-2,0	-4,1	-
Skoryg. EBITDA (Detal)	1,7	2,0	1,4	-	-	7,0	4,7	-
Skoryg. EBITDA (Pozostałe)	-14,7	-24,2	-8,9	-	-	-16,7	-73,9	-
Pozostałe przychody operacyjne netto	0,0	0,0	-1,8	-	-	0,0	1,4	-
Efekty wyceny zapasów	0,0	0,0	79,7	-	-	0,0	15,3	-
NCW/NCR transfer kosztów	0,0	0,0	0,0	-	-	0,0	-2,2	-
Transfery kosztów (gaz)	0,0	0,0	0,0	-	-	0,0	0,0	-
Inne transfery	0,0	0,0	-18,0	-	-	0,0	-18,9	-
<b>EBITDA</b>	<b>90,0</b>	<b>222,0</b>	<b>147,3</b>	<b>-59%</b>	<b>-39%</b>	<b>358,1</b>	<b>499,5</b>	<b>-28%</b>
Amortyzacja	-12,5	-4,6	-3,1	170%	299%	-50,0	-15,0	233%
<b>EBIT</b>	<b>77,5</b>	<b>217,4</b>	<b>144,2</b>	<b>-64%</b>	<b>-46%</b>	<b>308,1</b>	<b>484,5</b>	<b>-36%</b>
Koszty finansowe netto	-5,1	-6,1	-3,9	-	-	-38,5	-22,3	-
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	-	-	0,0	0,0	-
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>72,3</b>	<b>211,3</b>	<b>140,3</b>	<b>-66%</b>	<b>-48%</b>	<b>269,6</b>	<b>462,2</b>	<b>-42%</b>
Podatek dochodowy	-13,7	-40,1	-25,5	-	-	-51,2	-90,3	-
Udziały niekontrolujące	0,0	0,0	0,0	-	-	0,0	0,0	-
<b>Zysk netto</b>	<b>58,6</b>	<b>171,1</b>	<b>114,7</b>	<b>-66%</b>	<b>-49%</b>	<b>218,4</b>	<b>371,9</b>	<b>-41%</b>

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

## Wyniki wstępne za IV kw. 2022

Spółka opublikowała swoje wstępne szacunkowe wyniki za 4 kw. 22 dnia 8 lutego.

Spółka wyjawiała, że wstępna skorygowana EBITDA w kwartale wyniosła 222 milionów zł w porównaniu do 180 milionów zł naszych oczekiwań. Raportowana EBITDA wyniosła 236 milionów zł (vs. 180 milionów naszych oczekiwań). Poziom przychodów kwartalnych wyniósł 3,564 miliarda zł.

Według Spółki główny wpływ na skonsolidowaną EBITDA skorygowaną w IV kw. 2022 r. miał utrzymujący się wysoki poziom marż w segmencie oleju napędowego i biopaliw oraz w segmencie LPG. Spółka zaobserwowała wysoki poziom premii lądowych wspierany przez (i) niedobory mocy logistycznych, (ii) trwającą wojnę w Ukrainie, (iii) dużą niepewność na rynkach globalnych (iv) i jako efekt wprowadzanych sankcji na Białoruś i Rosję.

Według Spółki, kwartał był pod presją wyzwań logistycznych, które ograniczały możliwości wykorzystania szans rynkowych. Wysokie wyniki

finansowe Unimotu zostały osiągnięte między innymi dzięki podjętym działaniom w zakresie zabezpieczenia potencjału logistycznego dostępnego na własne potrzeby.

Spółka również, że wpływ na kwartał miała skuteczna realizacja strategii w segmencie gazu ziemnego i w obrocie energią elektryczną.

Spółka zwraca uwagę na rosnące koszty osobowe, utworzone rezerwy na premie za 2022 i na koszty związane z przejściem aktywów od Lotosu i Orlenu.

## Zmiany prognoz

Nasze prognozy finansowe dla Spółki lekko rosną za sprawą bardziej optymistycznych prognoz, głównie dla segmentu diesel/bio, mimo oczekiwanych wyższych kosztów korporacyjnych i opóźnienia w zakupie aktywów od Lotosu i Orlenu. Ze względu na oczekiwane wypłaty dywidendy, rosną nasze szacunki poziomu długu netto dla Spółki, mimo zakładanych wyższych prognoz wyników.

## Nasze długoterminowe prognozy EBITDA

Nasz szacunek dla średnio-cyklicznej skorygowanej EBITDA Spółki pozostaje na niezmiennym poziomie 255 milionów zł. Szacujemy, że segmenty (i) diesel/bio, (ii) LPG, (iii) gaz ziemny, (iv) energia elektryczna, (v) fotowoltaika i (vi) detal będą w stanie generować powtarzalną EBITDA w wysokości odpowiednio: (i) 130 milionów zł, (ii) 20 milionów zł, (iii) 10 milionów zł, (iv) 10 milionów zł, (v) 5 milionów zł oraz (vi) 15 milionów zł. W segmencie pozostałe (gdzie konsolidujemy nowo pozyskane aktywa od Lotosu i Orlenu) oczekujemy skorygowanej EBITDA w wysokości 65 milionów zł.

Tabela 3. Unimot; Wstępne szacunkowe wyniki za IV kw. 22

MSSF skonsolidowane (mln zł)	IV kw. 22 (wyniki szacunkowe)	IV kw. 22P (DM BOŚ)	IV kw. 22A porównanie do oczekiwań (DM BOŚ)
Przychody	3 564,0	4 118,5	↓
EBITDA	236,4	180,0	↑
EBIT	n,a,	175,4	-
Zysk netto	n,a,	136,3	-
<b>Skoryg. EBITDA</b>	<b>222,1</b>	<b>180,0</b>	↑
<b>Skoryg. EBIT</b>	<b>b.d.</b>	<b>175,4</b>	-
<b>Skoryg. Zysk netto</b>	<b>b.d.</b>	<b>136,3</b>	-

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 4. Unimot; Zmiany prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2023P			2024P			2025P		
	bieżące poprzednie	zmiana	zmiana	bieżące poprzednie	zmiana	zmiana	bieżące poprzednie	zmiana	zmiana
Przychody	14 643,1	10 200,1	44%	13 395,3	9 836,5	36%	12 681,6	9 724,7	30%
EBITDA	358,1	354,4	1%	273,5	227,8	20%	260,0	260,0	0%
EBIT	308,1	304,4	1%	218,5	172,8	26%	200,0	200,0	0%
Zysk netto	218,4	221,0	-1%	146,6	111,5	32%	141,1	143,8	-2%
<b>Skoryg. EBITDA</b>	<b>358,1</b>	<b>354,4</b>	<b>1%</b>	<b>273,5</b>	<b>227,8</b>	<b>20%</b>	<b>260,0</b>	<b>260,0</b>	<b>0%</b>
<b>Skoryg. EBIT</b>	<b>308,1</b>	<b>304,4</b>	<b>1%</b>	<b>218,5</b>	<b>172,8</b>	<b>26%</b>	<b>200,0</b>	<b>200,0</b>	<b>0%</b>
<b>Skoryg. Zysk netto</b>	<b>218,4</b>	<b>221,0</b>	<b>-1%</b>	<b>146,6</b>	<b>111,5</b>	<b>32%</b>	<b>141,1</b>	<b>143,8</b>	<b>-2%</b>
Dług netto	419,1	375,0	12%	324,4	265,2	22%	232,6	146,9	58%

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA



## Wycena Spółki

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

**DCF FCFF.** Przy konstrukcji modelu przyjęliśmy następujące założenia: (i) wzrost rezydualny na poziomie 2.5% (w scenariuszu bazowym), (ii) betę nielewarowaną na poziomie 1,1, (iii) premię za ryzyko na rynku akcji na poziomie 7,0%, (iv) stopę wolną od ryzyka na poziomie 6,0%. W wyniku wyceny metodą DCF FCFF uzyskaliśmy wartość akcji Spółki w przedziale 120,4-141,3 zł w zależności od przyjętej stopy rezydualnego wzrostu nominalnych

przepływów pieniężnych oraz średniego ważonego kosztu kapitału w okresie rezydualnym z wartością centralną na poziomie 129,5 zł.

**Wycena porównawcza.** Nasza wycena porównawcza bazuje na grupie spółek z sektora paliwowego (ze względu na brak szacunków wyników dla bezpośrednich konkurentów Spółki). Grupa ta nie jest najwierniejszym odwzorowaniem profilu Unimotu. Oszacowana na bazie wyceny porównawczej wartość akcji Unimotu mieści się w przedziale 113,7-162,3 zł, z wartością centralną na poziomie 138,2 zł na akcję.

**Wycena w horyzoncie 12 miesięcy na poziomie 130,0 zł na akcję.** Nasza ważona wycena wyceny dochodowej i porównawczej wzrasta do poziomu 130,0 zł na akcję (z 115,0 zł na akcję poprzednio).

Tabela 5. Unimot; Wrażliwość wyceny na założenia okresu rezydualnego

FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	13,3%	13,5%	13,7%	13,9%	14,1%
1,5%	125,0	123,8	122,6	121,5	120,4
2,0%	128,5	127,2	125,9	124,7	123,5
2,5%	132,4	130,9	129,5	128,2	126,9
3,0%	136,6	135,0	133,5	132,0	130,6
3,5%	141,3	139,5	137,8	136,2	134,6

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 6. Unimot; Średnia ważona wycena

	Wycena DCF	Wycena porównawcza
Wagi	90%	10%
Wycena (zł na akcję)	129,5	138,2
<b>Średnia ważona wycena (zł na akcję)</b>	<b>130,0</b>	

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 7. Unimot; Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/CE		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
<b>Średnia dla spółek porównawczych</b>	<b>5,7</b>	<b>8,9</b>	<b>9,4</b>	<b>3,8</b>	<b>4,6</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>	<b>6,8</b>	<b>7,4</b>	<b>4,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,7</b>
Delek Holdings	5,1	10,9	n.m.	3,6	4,5	4,7	5,5	8,1	10,3	2,4	3,3	3,9
Hellenic	5,4	8,5	7,6	3,8	4,3	4,5	5,2	6,7	7,2	3,3	4,0	3,9
Marathon Petroleum	6,2	10,6	13,2	3,9	5,6	5,9	4,9	7,7	8,3	4,4	6,3	7,3
Motor Oil	4,5	6,6	7,3	3,7	4,8	5,3	4,9	7,0	8,1	3,1	4,0	4,2
Neste	14,4	14,2	14,5	9,7	9,2	9,1	12,4	11,7	11,7	10,8	10,6	10,7
PBF Energy	3,7	6,2	9,6	1,8	2,3	3,1	2,5	3,7	5,5	2,5	3,4	4,3
PKN Orlen	2,5	4,4	4,6	2,1	2,0	1,7	2,9	2,9	2,6	1,7	2,6	2,6
Phillips 66	6,1	7,1	8,0	4,5	4,9	5,3	5,3	6,5	6,7	4,9	4,9	5,8
Saras	4,2	13,3	9,0	2,0	3,7	3,3	2,7	9,8	6,6	2,8	4,2	3,8
Tupras	5,2	7,5	9,4	2,8	4,6	6,9	3,4	5,0	7,4	4,1	6,7	8,6
Valero	5,7	8,9	11,1	3,6	4,7	5,4	4,3	6,1	7,1	4,4	6,2	7,6
<b>Unimot</b>	<b>3,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,8</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>3,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>
Premia (dyskonto) cenowe Unimot do średniej	-35%	-37%	-39%	-8%	-9%	-20%	-18%	-24%	-29%	-25%	-21%	-28%
<b>Wartość na akcję kapitału akcyjnego Unimot</b>	<b>152,5</b>	<b>159,6</b>	<b>162,3</b>	<b>113,7</b>	<b>114,2</b>	<b>131,0</b>	<b>132,6</b>	<b>142,8</b>	<b>152,5</b>	<b>132,3</b>	<b>125,7</b>	<b>139,4</b>
Waga	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
<b>Średnia implikowana wartość na akcję kapitału akcyjnego Unimot</b>	<b>138,2</b>											
Zysk netto, EBITDA, EBIT, Zysk netto + amortyzacja (mln zł)	218,4	146,6	141,1	358,1	273,5	260,0	308,1	218,5	200,0	268,4	201,6	201,1
Dług netto (mln zł)	-	-	-	419,1	324,4	232,6	419,1	324,4	232,6	-	-	-
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 13 marca 2023 r.

Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 8. Unimot; Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

(mln zł)	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	>2030P
<b>Przychody</b>	<b>14 643,1</b>	<b>13 395,3</b>	<b>12 681,6</b>	<b>12 681,6</b>	<b>12 681,6</b>	<b>12 681,6</b>	<b>12 681,6</b>	<b>12 681,6</b>	
<i>zmiana r/r</i>	6%	-9%	-5%	0%	0%	0%	0%	0%	
<b>EBIT</b>	<b>308,1</b>	<b>218,5</b>	<b>200,0</b>	<b>200,0</b>	<b>200,0</b>	<b>200,0</b>	<b>200,0</b>	<b>200,0</b>	
<i>zmiana r/r</i>	-37%	-29%	-8%	0%	0%	0%	0%	0%	
Marża EBIT	2,1%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	
Efektywna stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
<b>EBIT*(1-T)</b>	<b>249,6</b>	<b>177,0</b>	<b>162,0</b>	<b>162,0</b>	<b>162,0</b>	<b>162,0</b>	<b>162,0</b>	<b>162,0</b>	
<i>zmiana r/r</i>	-37%	-29%	-8%	0%	0%	0%	0%	0%	
<b>EBITDA</b>	<b>358,1</b>	<b>273,5</b>	<b>260,0</b>	<b>255,0</b>	<b>255,0</b>	<b>255,0</b>	<b>255,0</b>	<b>255,0</b>	
<i>zmiana r/r</i>	-29%	-24%	-5%	-2%	0%	0%	0%	0%	
Marża EBITDA	2,4%	2,0%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Amortyzacja (D)	50,0	55,0	60,0	55,0	55,0	55,0	55,0	55,0	
<b>EBIT*(1-T) + D</b>	<b>299,6</b>	<b>232,0</b>	<b>222,0</b>	<b>217,0</b>	<b>217,0</b>	<b>217,0</b>	<b>217,0</b>	<b>217,0</b>	
<i>zmiana r/r</i>	-27%	-23%	-4%	-2%	0%	0%	0%	0%	
Wydatki inwestycyjne	-415,0	-75,0	-75,0	-55,0	-55,0	-55,0	-55,0	-56,4	
Zmiany w kapitale obrotowym	-137,4	33,6	14,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Wolne przepływy pieniężne</b>	<b>-252,8</b>	<b>190,6</b>	<b>162,0</b>	<b>162,0</b>	<b>162,0</b>	<b>162,0</b>	<b>162,0</b>	<b>160,6</b>	
<i>zmiana r/r</i>	n.m.	n.m.	-15%	0%	0%	0%	0%	-1%	2,5%
<b>Koszt kapitału własnego</b>									
Stopa wolna od ryzyka (nominalna)	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Nielewarowana beta	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Lewarowana beta	1,31	1,28	1,23	1,18	1,12	1,10	1,10	1,10	1,10
<b>Wymagana stopa zwrotu</b>	<b>15,2%</b>	<b>14,9%</b>	<b>14,6%</b>	<b>14,3%</b>	<b>13,8%</b>	<b>13,7%</b>	<b>13,7%</b>	<b>13,7%</b>	<b>13,7%</b>
<b>Koszt długu</b>									
Koszt długu przed opodatkowaniem	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>									
Waga kapitału akcyjnego	77%	80%	85%	91%	98%	100%	100%	100%	100%
Koszt kapitału własnego	15,2%	14,9%	14,6%	14,3%	13,8%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
Waga długu	23%	20%	15%	9%	2%	0%	0%	0%	0%
Kosz długu po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Średni ważony koszt kapitału	12,8%	12,9%	13,2%	13,4%	13,6%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
Współczynnik dyskonta	1,00	1,10	1,24	1,41	1,60	1,82	2,07	2,35	
Czynnik dyskonta	1,00	0,91	0,81	0,71	0,63	0,55	0,48	0,43	
<b>Bieżąca wartość wolnych przepływów pieniężnych</b>	<b>-</b>	<b>174,0</b>	<b>130,6</b>	<b>115,2</b>	<b>101,4</b>	<b>89,1</b>	<b>78,4</b>	<b>68,4</b>	
Wzrost FCFF w okresie rezydualnym (%)									2,5%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym (%)									13,7%
Wartość rezydualna									1 470,2
Wartość bieżąca wartości rezydualnej									625,7
Suma wartości bieżących wolnych przepływów pieniężnych									757,0
<b>Wartość firmy</b>									<b>1 382,7</b>
Zadłużenie odsetkowe netto, koniec 2023P									419,1
Dywidenda do wypłaty									98,4
Wartość udziałów niekontrolujących, koniec 2023P									0,0
Wartość kapitału własnego									1 062,0
Liczba akcji (miliony)									8,2
<b>Wartość kapitału własnego na akcję spółki Unimot</b>									<b>129,5</b>

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

## Sprawozdania finansowe

**Tabela 9. Unimot; Bilans**

(mln zł)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>80,4</b>	<b>148,7</b>	<b>187,7</b>	<b>213,5</b>	<b>578,5</b>	<b>598,5</b>
Wartości niematerialne	18,6	21,7	21,2	21,7	21,7	21,7
Rzeczowe aktywa trwałe	45,5	90,1	115,8	141,1	506,1	526,1
Pozostałe aktywa trwałe	16,3	36,9	50,7	50,7	50,7	50,7
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>606,7</b>	<b>641,6</b>	<b>1 043,6</b>	<b>1 373,7</b>	<b>1 760,9</b>	<b>1 757,6</b>
Zapasy	239,3	166,7	325,2	276,4	556,4	522,4
Należności handlowe	325,1	358,7	603,1	847,9	837,4	773,5
Gotówka	42,4	116,3	115,2	249,4	367,0	461,7
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa</b>	<b>687,1</b>	<b>790,3</b>	<b>1 231,3</b>	<b>1 587,2</b>	<b>2 339,3</b>	<b>2 356,1</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>246,9</b>	<b>266,0</b>	<b>326,1</b>	<b>676,5</b>	<b>796,5</b>	<b>877,5</b>
<b>Kapitały niekontrolujące</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>440,2</b>	<b>524,5</b>	<b>905,4</b>	<b>911,0</b>	<b>1 543,1</b>	<b>1 478,9</b>
Rezerwy	2,7	0,8	3,0	3,0	3,0	3,0
Zobowiązania odsetkowe	223,3	230,8	410,5	250,0	750,0	750,0
Krótkoterminowe zobowiązania odsetkowe	210,2	181,8	345,4	200,0	700,0	700,0
Długoterminowe zobowiązania odsetkowe	13,1	49,0	65,1	50,0	50,0	50,0
Zobowiązania handlowe	206,1	271,7	408,3	622,0	754,1	689,9
Inne zobowiązania	8,1	21,1	83,6	36,0	36,0	36,0
<b>Pasywa</b>	<b>687,1</b>	<b>790,3</b>	<b>1 231,3</b>	<b>1 587,2</b>	<b>2 339,3</b>	<b>2 356,1</b>

*Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA*
**Tabela 10. Unimot; Rachunek przepływów pieniężnych**

(mln zł)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Zysk netto	60,4	35,2	76,3	371,9	218,4	146,6
Udziały niekontrolujące	-0,5	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0
Amortyzacja	6,4	9,0	12,7	15,0	50,0	55,0
Pozostałe korekty	27,4	11,5	16,5	16,0	38,5	37,5
<b>Przeptywy operacyjne przed zmianami w kapitale obrotowym</b>	<b>93,8</b>	<b>55,3</b>	<b>105,2</b>	<b>402,9</b>	<b>306,9</b>	<b>239,1</b>
Zmiany w kapitale obrotowym:	-69,8	95,3	-245,1	17,7	-137,4	33,6
Zmiana stanu zapasów	-48,8	72,7	-158,5	48,8	-280,0	34,0
Zmiana stanu należności	-57,2	-33,1	-225,8	-244,8	10,5	63,9
Zmiana stanu zobowiązań handlowych	36,3	55,7	139,2	213,7	132,1	-64,3
<b>Przeptywy pieniężne netto z działalności operacyjnej</b>	<b>23,9</b>	<b>150,6</b>	<b>-140,0</b>	<b>420,6</b>	<b>169,5</b>	<b>272,8</b>
Wydatki inwestycyjne	1,1	-7,9	-12,3	-65,0	-415,0	-75,0
Pozostałe	-5,7	0,3	-6,7	0,0	0,0	0,0
<b>Przeptywy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-4,6</b>	<b>-7,7</b>	<b>-19,0</b>	<b>-65,0</b>	<b>-415,0</b>	<b>-75,0</b>
Wpływy z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiany w poziomie długu odsetkowego	-1,4	-1,9	-1,6	-160,5	500,0	0,0
Dywidendy	0,0	-16,1	-15,1	0,0	-98,4	-65,6
Odsetki	-8,6	-6,0	-9,0	-18,1	-41,3	-45,0
Pozostałe	-7,2	-6,6	-4,8	-42,9	2,7	7,5
<b>Przeptywy pieniężne netto z działalności finansowej</b>	<b>-17,2</b>	<b>-30,6</b>	<b>-30,6</b>	<b>-221,4</b>	<b>363,1</b>	<b>-103,1</b>
<b>Przeptywy pieniężne razem</b>	<b>2,1</b>	<b>112,4</b>	<b>-189,5</b>	<b>134,1</b>	<b>117,6</b>	<b>94,7</b>

*Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA*



Tabela 11. Unimot; Rachunek wyników

(mln zł)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody</b>	<b>4 460,2</b>	<b>4 770,0</b>	<b>8 207,2</b>	<b>13 822,0</b>	<b>14 643,1</b>	<b>13 395,3</b>
ON + biopaliwa	3 898,5	3 845,9	6 450,8	11 253,8	12 495,7	11 372,9
LPG	343,5	343,0	645,3	959,5	850,9	812,2
Gaz	47,9	71,8	552,6	662,7	478,7	302,4
Energia elektryczna	102,1	120,1	223,0	382,6	130,0	130,0
Fotowoltaika	0,0	5,0	14,8	10,4	18,8	25,8
Stacje paliw	35,2	69,4	214,2	410,9	344,0	352,0
Pozostałe	33,1	314,7	106,4	142,1	325,0	400,0
Skoryg. koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-4 249,7	-4 499,6	-7 891,9	-12 932,5	-13 987,7	-12 824,9
<b>Skoryg. marża brutto na sprzedaży</b>	<b>210,5</b>	<b>270,4</b>	<b>315,3</b>	<b>889,5</b>	<b>655,3</b>	<b>570,4</b>
Koszty ogólne i sprzedaży	-154,2	-193,6	-260,6	-400,6	-347,2	-351,9
Korekta amortyzacji	6,4	9,0	12,7	15,0	50,0	55,0
<b>Skoryg. EBITDA</b>	<b>62,7</b>	<b>85,8</b>	<b>67,3</b>	<b>503,9</b>	<b>358,1</b>	<b>273,5</b>
Skoryg. EBITDA (ON + biopaliwa)	60,3	82,1	84,3	430,3	316,8	175,7
Skoryg. EBITDA (LPG)	7,9	6,3	16,8	73,3	34,5	20,0
Skoryg. EBITDA (Gaz)	0,6	11,8	-0,9	26,9	13,5	10,0
Skoryg. EBITDA (Energia elektryczna)	7,6	4,4	-4,2	46,7	5,0	10,0
Skoryg. EBITDA (Fotowoltaika)	0,0	-1,9	-7,1	-4,1	-2,0	5,0
Skoryg. EBITDA (Detal)	-1,7	-2,5	0,0	4,7	7,0	12,8
Skoryg. EBITDA (Pozostałe)	-12,0	-14,4	-21,5	-73,9	-16,7	40,0
Pozostałe przychody operacyjne netto	1,4	-6,7	-1,2	1,4	0,0	0,0
Effekty wyceny zapasów	25,9	-16,0	22,8	15,3	0,0	0,0
NCW/NCR transfer kosztów	0,0	-4,9	6,7	-2,2	0,0	0,0
Transfery kosztów (gaz)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne transfery	0,0	0,0	21,5	-18,9	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>89,9</b>	<b>58,3</b>	<b>117,1</b>	<b>499,5</b>	<b>358,1</b>	<b>273,5</b>
Amortyzacja	-6,4	-9,0	-12,7	-15,0	-50,0	-55,0
<b>EBIT</b>	<b>83,5</b>	<b>49,3</b>	<b>104,4</b>	<b>484,5</b>	<b>308,1</b>	<b>218,5</b>
Koszty finansowe netto	-8,8	-5,5	-8,1	-22,3	-38,5	-37,5
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>74,7</b>	<b>43,7</b>	<b>96,4</b>	<b>462,2</b>	<b>269,6</b>	<b>181,0</b>
Podatek dochodowy	-14,8	-9,0	-20,4	-90,3	-51,2	-34,4
Udziały niekontrolujące	-0,5	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>60,4</b>	<b>35,2</b>	<b>76,3</b>	<b>371,9</b>	<b>218,4</b>	<b>146,6</b>

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 12. Unimot; Wskaźniki

(mln zł)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody (wzrost r/r)	32%	7%	72%	68%	6%	-9%
Marża brutto na sprzedaży (wzrost r/r)	94%	6%	47%	141%	-26%	-13%
EBITDA (wzrost r/r)	1 337%	-35%	101%	327%	-28%	-24%
EBIT (wzrost r/r)	11 387%	-41%	112%	364%	-36%	-29%
Zysk netto (wzrost r/r)	54 815%	-42%	117%	388%	-41%	-33%
Cykl rotacji należności handlowych w dniach	23	24	19	17	19	20
Cykl rotacji operacyjnych zapasów w dniach	19	16	11	8	11	15
Cykl rotacji zobowiązań handlowych w dniach	17	19	16	15	18	21
Wskaźnik bieżącej płynności	1,4	1,4	1,3	1,6	1,2	1,3
Wskaźnik szybkiej płynności	0,9	1,0	0,9	1,3	0,8	0,9
Zadłużenie odsetkowe/Kapitały własne	90%	87%	126%	37%	94%	85%
Zadłużenie odsetkowe / (EBITDA)	2,9	1,3	4,4	0,0	1,1	1,1
(EBITDA) / Odsetki	-1,0	-0,9	-0,9	-1,2	-0,9	-0,8
Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy / przychody	8%	5%	5%	3%	4%	4%
Przepływy operacyjne / EBITDA	38%	175%	-208%	83%	47%	100%
Marża EBITDA	2,0%	1,2%	1,4%	3,6%	2,4%	2,0%
Marża EBIT	1,9%	1,0%	1,3%	3,5%	2,1%	1,6%
Marża brutto	1,7%	0,9%	1,2%	3,3%	1,8%	1,4%
Marża netto	1,4%	0,7%	0,9%	2,7%	1,5%	1,1%
ROE	24,5%	13,2%	23,4%	55,0%	27,4%	16,7%
ROA	8,8%	4,4%	6,2%	23,4%	9,3%	6,2%

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

**Czynniki ryzyka**

1. Premie paliwowe ulegną istotnemu pogorszeniu w 2023 r.
2. PKN Orlen skoryguje swoją politykę cenową, negatywnie wpływając na premie paliwowe.
3. Przejęcie aktywów od Lotosu i PKN Orlen będzie kosztowniejsze niż zakładamy.
4. Ustawa o zamrożeniu cen energii negatywnie wpłynie na segment sprzedaży energii
5. Ceny ropy powrócą do wzrostów, negatywnie wpływając na zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.
6. Spółka w kolejnych kwartałach będzie w dalszym ciągu pokazywać straty w biznesie fotowoltaiki.
7. Spółka zostanie płatnikiem podatku od zysków nadzwyczajnych.

**Katalizatory**

1. Wyzwania logistyczne i pełne wykorzystanie infrastruktury transportowej w Polsce będzie podtrzymywał marże paliwowe
2. Spółka powróci do wypłaty dywidendy
3. Konsumpcja oleju napędowego w Polsce będzie rosła w 2023 r.
4. Nieplanowane przestoje produkcyjne w okolicznych rafineriach pozytywnie wpłyną na premie łądowe.
5. Następować będzie szybszy rozwój segmentu fotowoltaicznego i detalicznego Spółki.
6. Konsolidacja sektora paliwowego doprowadzi do trwałego podniesienia premii łądowych w Polsce.
7. Mniejsza konkurencyjność na rynku doprowadzi do trwałego wzrostu premii łądowych.
8. Spadki cen ropy doprowadzą do obniżenia zapotrzebowania na kapitał obrotowy w Spółce.

**Przewagi konkurencyjne**

1. Unimot jest obecnie największym niezależnym dostawcą na rynku paliw, uważanym za oczywistą alternatywę dla Orlenu
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.
7. Przejęcie aktywów logistycznych i asfaltowych od Lotosu wzmocni przewagi konkurencyjne Spółki dodając elementy stabilizacji i dywersyfikacji.
8. Unimot może się stać jednym z głównych beneficjentów konsolidacji sektora paliwowego w Polsce.

## 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	40	32	7	9	0	2
Procenty	44%	36%	8%	10%	0%	2%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	31	34	14	9	0	2
Procenty	34%	38%	16%	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	6	6	1	1	0	2
Procenty	38%	38%	6%	6%	0%	13%

### 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	5	4	4	1	0	2
Procenty	31%	25%	25%	6%	0%	13%

**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	16.08.2022	57%	90%	41,00	47,00 ↓
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	-	49,60	47,00 →	
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	-	43,10	47,00 →	
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	-	38,75	47,00 →	
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	14.04.2022	14.04.2022	-	-	46,80	47,00 →	
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	26.05.2022	26.05.2022	-	-	51,50	47,00 →	
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	-	54,20	47,00 →	
Łukasz Prokopiuk	Kupuj	↑	16.08.2022	-	17.08.2022	Nie później niż 16.08.2023	64%	58%	64,50	87,00 ↑
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	16.08.2022	16.08.2022	-	-	64,50	87,00 →	
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	-	68,90	87,00 →	
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	-	60,00	87,00 →	
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	27.10.2022	28.10.2022	-	-	70,20	95,00 ↑	

**Rekomendacje fundamentalne (kontynuacja)**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	28.10.2022	28.10.2022	-	-	70,30	95,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	20.11.2022	21.11.2022	-	-	87,60	115,00 ↑
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	04.12.2022	05.12.2022	-	-	93,00	115,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	-	98,60	115,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	-	108,00	115,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	-	101,00	115,00 →
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	14.03.2023	15.03.2023	-	-	105,60	130,00 ↑

\* 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	Przeważają	-	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	Niedoważają	↓	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	Przeważają	→	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	Przeważają	↓	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	Niedoważają	↓	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	Przeważają	↑	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	16.08.2022	41,00	90%
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	49,60	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	43,10	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	38,75	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	14.04.2022	14.04.2022	-	46,80	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	26.05.2022	26.05.2022	-	51,50	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	54,20	-
Łukasz Prokopiuk	Przeważają	↑	16.08.2022	-	17.08.2022	Nie później niż 16.08.2023	64,50	58%
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	16.08.2022	16.08.2022	-	64,50	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	68,90	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	60,00	-
Łukasz Prokopiuk	-	→	-	27.10.2022	28.10.2022	-	70,20	-



**Rekomendacje relatywne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Łukasz Prokopiuk	- →	-	28.10.2022	28.10.2022	-	70,30	-
Łukasz Prokopiuk	- →	-	20.11.2022	21.11.2022	-	87,60	-
Łukasz Prokopiuk	- →	-	04.12.2022	05.12.2022	-	93,00	-
Łukasz Prokopiuk	- →	-	13.01.2023	13.01.2023	-	98,60	-
Łukasz Prokopiuk	- →	-	03.02.2023	03.02.2023	-	108,00	-
Łukasz Prokopiuk	- →	-	10.03.2023	10.03.2023	-	101,00	-
Łukasz Prokopiuk	- →	-	14.03.2023	15.03.2023	-	105,60	-

\* 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: 15 marca 2023 r., godz. 7:20.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 15 marca 2023 r., godz. 7:30.

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 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.

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](mailto:p.kalbarczyk@bossa.pl)

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

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

**Sylwia Jaśkiewicz, CFA**  
(Materiały budowlane,  
dobra konsumenckie,  
ochrona zdrowia & biotechnologia)

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

**Łukasz Prokopiuk, CFA**  
(Chemia, górnictwo, 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**  
Młodszy analityk

**Michał Zamel**  
Asystent analityka

---

Copyright © 2023 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