

## Kupuj, 120 PLN

Podniesiona z: Trzymaj

28 sierpnia 2025 r., 07:30

## Gambit na kółkach

Podnosimy wycenę Oponeo do 120PLN (ze 109 PLN) a wycenę do Kupuj.

Tak jak się spodziewaliśmy Oponeo w tym roku nieco odpuściło walkę o marżę koncentrując się bardziej na udziale rynkowym – co widać w wyniku spółki.

Niemniej widzimy w firmie strategiczne posunięcia umożliwiające szybszy wzrost w 2026. Od początku przyszłego roku na rynek opon gwałtownie mogą wpłynąć dwie zmiany – cła antydumpingowe na Opony chińskie i regulacja Unijna o produktach przyczyniających się do deforestacji. Oba przepisy najpewniej spowodują wyraźny wzrost cen opon. Oponeo wykorzystuje właśnie powiększony magazyn (z 77k m2 do 105k m2) budując największy zapas w historii. Sprzyjają temu dodatkowo, obecny dość niski popyt i słaby kurs USD. Taka strategia niesie z sobą pewne ryzyko, ale uważamy, że to dobry ruch, który pozwoli na osiągnięcie lepszych wyników w przyszłym roku i wzrost udziału w rynku.

Coraz ważniejsza druga noga – Dadelo – radzi sobie znakomicie rosnąc o ponad 50% r/r.. Spółka jest bardzo zadowolona z działania sklepów fizycznych (które również poza sezonem mogą sobie radzić lepiej niż oczekiwaliśmy) i widzi obecnie korzystne warunki zakupowe na przyszły rok (również budując istotny zapas). Podnosimy naszą ścieżkę wynikową dla Dadelo i wskazujemy, że ta część biznesu (Oponeo posiada pakiet 59%) waży już około 35% w wycenie Oponeo.

Wskazujemy, że według naszych prognozy 2026 P/E Grupy Oponeo to tylko 10x co przy oczekiwanych przez nas średniorocznym tempie wzrostów zysków rządu 11% (2026-2029) wygląda bardzo atrakcyjnie. Zarówno Oponeo jak i Dadelo podejmują lekkie ryzyko, które jednak powinno się opłacić.

mln PLN	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	1 872	2 114	2 360	2 661	2 958
EBITDA	87	151	159	185	195
EBIT	64	124	130	155	164
Zysk netto	54	85	86	103	110
P/E	8.8	8.9	11.6	9.8	9.1
P/BV	1.7	2.4	3.0	2.6	2.4
EV/EBITDA	6.6	6.3	7.7	5.8	5.5
EPS	4.85	7.54	7.69	9.18	9.83
DPS	2.00	5.00	6.80	6.50	7.15
FCF	61	16	-102	233	99
CAPEX	7	54	26	19	20

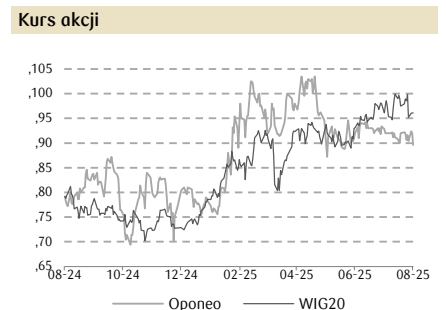
P - Prognozy DM PKO BP

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	89.60
Upside	34%
Liczba akcji (mn)	11.24
Kapitalizacja (mln PLN)	1 006.75
Free float	29%
Free float (mln PLN)	295
Free float (mln USD)	81
EV (mln PLN)	1 220.63
Dług netto (mln PLN)	213.89

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	7.6%
Odcięcie dywidendy	19.05.2025

Akcjonariusze	% Akcji
Dariusz Topolewski	32.56
Ryszard Zawieruszyński	29.10
TFI Allianz	5.86
-	-

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Trzymaj	06-05-25 109.00
Trzymaj	23-08-24 86.00



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-1.9%	-4.1%
3 miesiące	4.1%	-2.6%
6 miesięcy	11.0%	-8.6%
12 miesięcy	21.4%	13.1%
Min 52 tyg. PLN		69.40
Max 52 tyg. PLN		103.50
Średni dzienny obrót mln PLN		0.41

Analityk	
Piotr Łopaciuk, CFA	
+48 609 091 976	
piotr.lopaciuk@pkobp.pl	

Adres:	
BM PKO BP	
ul. Świętokrzyska 36	
00-116 Warszawa	

### Cła antydumpingowe na opony z Chin

W maju KE rozpoczęła dochodzenie dotyczące potencjalnego dumpingu opon importowanych z Chin. UE już w styczniu 2026 (wg. harmonogramu) może wprowadzić tymczasowe cła. Cła mogą mieć charakter retrospektywny (na dostawy z ostatnich 90 dni). Opony importowane z Chin mogą być od 10-40% tańsze niż Europejskie (i taki może być wymiar wprowadzanych ceł).

### Regulacje dotyczące deforestacji

Od początku 2026 wchodzi w życie regulacja UE o deforestacji. Nakłada ona obowiązki na producentów (m.in. wykorzystujących kauczuk) dotyczące geo-lokacji plantacji i szczegółową identyfikację produkcji. Te dodatkowe obciążenia zapewne spowodują podniesienie cen przez producentów.

### Oponeo buduje zapas

Biorąc to pod uwagę zmiany na rynku jak również korzystając ze słabego popytu na rynku i słabego USD - Oponeo buduje wielki zapas (ma taką możliwość dzięki właśnie powiększonej powierzchni magazynowej). Zakupy powinny skończyć do października. Nieco ryzykowny gambit ale powinien poskutkować dużą przewagą nad konkurencją w 2026 roku.

### Dadelo nie zwalnia

Dadelo kontynuuje imponujący wzrost (Oczekujemy wzrostu przychodów o ponad 50% w 2025). Spółka jest bardzo zadowolona z działania swoich sklepów fizycznych (ma ich 4 po 2 otwarciach w 2025, do końca roku planuje jeszcze jedno otwarcie). Również Dadelo obecnie widzi swoje szanse na zbudowanie atrakcyjnie wycenionego zapasu. Tempo wzrostu przewyższyło nasze oczekiwania. Podwyższamy ścieżkę wyników dla Dadelo.

mln PLN	SEGMENTY						
	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Grupa przychody	1 872	2 114	2 360	2 661	2 958	3 279	3 657
Grupa EBIT	64	124	130	155	164	179	196
Oponeo* przychody	1 683	1 834	1 931	2 095	2 245	2 401	2 604
Oponeo* EBIT	64	108	103	121	124	130	137
DADELO przychody	189	281	429	566	714	878	1 053
Dadelo EBIT	0	15	27	33	40	49	59

Źródło: Oponeo, prognozy PKO BP

\*Zawiera Rotopino i pozostałe przychody składowych Grupy

## PODSTAWOWE PARAMETRY

Wskaźnik	Wartość 2024
EPS, GAAP (PLN)	7.54
Przychody (mn PLN)	2114.3
Marża brutto %	22.8%
EBIT (mn PLN)	123.7
EBITDA (mn PLN)	151.4
Zysk netto, GAAP (mn PLN)	84.7
Dług netto (z leasingiem, mn PLN)	44.5
BPS (PLN)	28.59
DPS (PLN)	5.00
ROE %	29.4%
ROA %	12.5%
Deprecjacja (mn PLN)	17.0
Amortyzacja (mn PLN)	3.7
FCF (mn PLN)	233.1
CAPEX (mn PLN)	25.9

Źródło: PKO BP securities

## CZYNNIKI RYZYKA

- Obecny poziom marż wydaje się stosunkowo wysoki.
- Niektórzy mniejsi konkurenci rozwijają się w tej chwili dość dynamicznie.
- Sprzedaż opon jest mocno wrażliwa na warunki pogodowe.
- Sprzedaż opon jest dość wrażliwa na sentyment konsumencki.
- Sprzedaż przez Internet ma stosunkowo niskie bariery wejścia.
- Biznes model Oponeo charakteryzuje się dużym zapotrzebowaniem na kapitał obrotowy.
- Wysoki poziom zapasów może być problemem, przy nietrafionych prognozach rynkowych.
- Biznes model Oponeo charakteryzuje się wysokim lewarem operacyjnym (dość niska marża brutto, wrażliwość na poziom sprzedaży).

## WYCENA

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Dodatkowo zaprezentowaliśmy wycenę porównawczą, uwzględniając spółki z sektora dystrybucji. Model DCF złożony jest z dwóch faz. W fazie pierwszej (2025P-2029P) szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, w tym w szczególności wartość przychodów, nakłady inwestycyjne, poziom kosztów i pozycje bilansu. Faza druga zaczyna się po 2029P. W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 3% rocznie. Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka jest przyjęta na poziomie 5,5%, co odzwierciedla rentowność 10-letnich obligacji rządowych. Beta jest założona na poziomie 1.0x. Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5,5%. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2025 r. i odejmujemy prognozowany dług netto bez leasingu (uwzględniając korektę sezonową) oraz udziały mniejszości.

WACC						
	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2029P<
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia za ryzyko długu	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>
<b>Koszt długu</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>
Waga kapitału własnego	80%	81%	82%	82%	84%	81,9%
Waga długu	20%	19%	18%	18%	16%	18%
<b>WACC</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,0%</b>

Źródło: prognozy DM PKO BP

Model DCF						
mln PLN	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2029P<
EBIT	129,8	154,7	163,7	179,4	196,2	202,1
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>NOPLAT</b>	<b>105,1</b>	<b>125,3</b>	<b>132,6</b>	<b>145,3</b>	<b>158,9</b>	<b>163,7</b>
CAPEX	25,9	18,6	19,7	20,7	21,7	
Amortyzacja	29,5	30,2	31,0	31,8	32,6	
Leasing	18,3	19,6	20,9	22,4	24,0	
Zmiany w kapitale obrotowym	192,2	-115,8	23,6	27,4	22,8	
<b>FCF</b>	<b>-101,8</b>	<b>233,1</b>	<b>99,4</b>	<b>106,7</b>	<b>123,1</b>	<b>127,0</b>
WACC		10,0%	10,0%	10,0%	10,1%	
Współczynnik dyskonta		0,91	0,83	0,75	0,68	
DFCF		211,9	82,1	80,1	83,9	
Wzrost w fazie II	3,0%					
Suma DFCF - Faza I	458,0					
Suma DFCF - Faza II	1 235,3					
<b>Wartość Firmy (EV)</b>	<b>1 693,2</b>					
Dług netto	213,9					
Sezonowa korekta długu netto	0,0					
Udziały mniejszości	-220,0					
<b>Wartość godziwa</b>	<b>1 259,4</b>					
Rozwodniona liczba akcji (mln szt.)	11,2					
Wartość godziwa na akcję	112,1					
<b>Cena docelowa za 12 m (PLN)</b>	<b>120,0</b>					
Cena bieżąca	89,4					
Oczekiwana stopa zwrotu	34%					

Źródło: prognozy DM PKO BP

## Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	9,0%	120,0	129,0	139,6	152,0	167,0
	9,5%	112,2	120,0	129,0	139,6	152,0
	10,0%	105,3	112,2	120,0	129,0	139,6
	10,5%	99,3	105,3	112,2	120,0	129,0
	11,0%	93,9	99,3	105,3	112,2	120,0

Źródło: DM PKO BP

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Dystrybutorzy części samochodowych: wskaźniki							
Spółka	Kapitalizacja mEUR	P/E			EV/EBITDA		
		2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
<b>Polscy dystrybutorzy</b>							
Auto Partner	615	12,0	11,0	10,0	8,4	8,0	7,6
Inter Cars	1 934	10,3	8,9	8,1	7,7	6,9	6,3
<b>Globalni dystrybutorzy</b>							
Delti.com	35	8,5	6,2	5,3	5,7	5,1	4,7
AutoNation	7 192	11,1	10,6	9,6	10,3	10,1	9,5
Autozone	60 367	28,4	25,1	22,5	18,4	17,0	15,8
<b>Mediana</b>		<b>11,1</b>	<b>10,6</b>	<b>9,6</b>	<b>8,4</b>	<b>8,0</b>	<b>7,9</b>
Oponeo		11,9	11,6	9,7	8,0	7,7	6,6
Premia/dyskonto		7%	9%	2%	-4%	-4%	-17%

Źródło: Bloomberg, PKO BP securities

Oponeo jest notowane z lekkim dyskontem do innych dystrybutorów części samochodowych.

## Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	1 063	1 515	1 695	1 872	2 114	2 360	2 661	2 958	3 279
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-846	-1 205	-1 361	-1 501	-1 633	-1 819	-2 048	-2 283	-2 527
Zysk brutto ze sprzedaży	217	309	335	371	481	541	613	675	752
<b>EBITDA</b>	<b>49</b>	<b>94</b>	<b>82</b>	<b>87</b>	<b>151</b>	<b>159</b>	<b>185</b>	<b>195</b>	<b>211</b>
Koszty sprzedaży	-169	-215	-271	-307	-358	-411	-459	-512	-573
Zysk z działalności operacyjnej	37	79	63	64	124	130	155	164	179
Saldo działalności finansowej	-2	-1	-10	5	-13	-13	-14	-12	-11
Zysk przed opodatkowaniem	35	78	53	69	111	117	140	152	168
Podatek dochodowy	-3	-16	-10	-14	-22	-22	-27	-29	-32
Zyski (straty) mniejszości	32	60	41	54	85	86	103	110	121
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>32</b>	<b>60</b>	<b>41</b>	<b>54</b>	<b>85</b>	<b>86</b>	<b>103</b>	<b>110</b>	<b>121</b>
Bilans	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Aktywa Trwałe</b>	<b>175</b>	<b>169</b>	<b>258</b>	<b>262</b>	<b>287</b>	<b>298</b>	<b>303</b>	<b>310</b>	<b>319</b>
Wartości niematerialne i prawne	89	87	87	87	86	86	87	87	88
Rzeczowe aktywa trwałe	83	78	167	172	165	176	180	186	195
Pozostałe aktywa długoterminowe	3	4	3	4	37	37	37	37	37
<b>Aktywa Obrotowe</b>	<b>207</b>	<b>450</b>	<b>429</b>	<b>417</b>	<b>523</b>	<b>732</b>	<b>665</b>	<b>740</b>	<b>820</b>
Zapasy	100	159	242	261	401	590	506	562	623
Należności	50	78	61	71	64	94	107	118	131
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	56	213	126	85	59	47	53	59	66
<b>Aktywa razem</b>	<b>381</b>	<b>619</b>	<b>687</b>	<b>679</b>	<b>810</b>	<b>1 030</b>	<b>969</b>	<b>1 049</b>	<b>1 138</b>
<b>Kapitał Własny</b>	<b>226</b>	<b>350</b>	<b>364</b>	<b>288</b>	<b>321</b>	<b>340</b>	<b>380</b>	<b>423</b>	<b>471</b>
Zobowiązania długoterminowe	14	35	98	90	98	248	144	139	135
Kredyty i pożyczki	0	24	21	17	37	187	81	75	70
Zobowiązania handlowe i pozostałe	14	11	78	73	61	62	63	64	65
Zobowiązania krótkoterminowe	141	233	224	301	391	442	444	487	533
Kredyty i pożyczki	5	10	12	53	54	74	32	30	28
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	124	214	202	228	316	346	389	434	480
Zobowiązania handlowe i pozostałe	12	9	10	21	21	22	23	24	25
<b>Pasywa razem</b>	<b>381</b>	<b>619</b>	<b>687</b>	<b>679</b>	<b>810</b>	<b>1 030</b>	<b>969</b>	<b>1 049</b>	<b>1 138</b>
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	21	96	-19	79	85	-59	270	138	148
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-43	-22	-28	-7	-54	-26	-19	-20	-21
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-3	81	-37	-112	-58	76	-252	-113	-119
Wskaźniki (%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
ROE	16.1%	20.9%	11.4%	16.7%	27.8%	26.2%	28.7%	27.5%	27.0%
Dług netto	-47.2	-13.0	-14.5	22.2	44.5	213.9	66.4	58.0	50.8

Źródło: prognozy DM PKO BP

## CONTACTS

<b>Kamil Kliszcz</b>	<b>(Head of Equities)</b>	<b>(+48 22) 521 79 43</b>	<b>kamil.kliszcz@pkobp.pl</b>
----------------------	---------------------------	---------------------------	-------------------------------

**Equity Research Department**

Jaromir Szortyka	(banks, insurance, other financials)	(+48 22) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(e-commerce, retail, gaming)	(+48 22) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Robert Brzoza	(banks, strategy)	(+48 22) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Andrzej Rembelski	(utilities, IT)	(+48 22) 521 79 03	andrzej.rembelski@pkobp.pl
Adam Milewicz	(oil & gas, mining, chemicals)	(+48 22) 521 79 41	adam.milewicz@pkobp.pl
Piotr Zybala	(construction, real estate)	(+48 22) 521 53 91	piotr.zybala@pkobp.pl
Dawid Górzynski	(healthcare, telecoms)	(+48 22) 521 97 69	dawid.gorzynski@pkobp.pl
Alicja Marcinkiewicz	(industrials)	(+48 22) 521 79 17	alicja.marcinkiewicz@pkobp.pl

**Investment Advisory and Technical Analysis Department**

Emil Łobodziński	(Investment Advisor)	(+48 22) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Konrad Maślankiewicz	(analyst)	(+48 22) 521 52 04	konrad.maslankiewicz@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(technical analysis)	(+48 22) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(technical analysis)	(+48 22) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

**Institutional Sales Department**

<b>Krzysztof Kubacki</b>	<b>(head of sales trading)</b>	<b>(+48 22) 521 91 33</b>	<b>krzysztof.kubacki@pkobp.pl</b>
Krzysztof Bodek	(sales trader)	(+48 22) 521 91 40	krzysztof.bodek@pkobp.pl
Marcin Borciuch	(sales trader)	(+48 22) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(+48 22) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Szymon Kubka	(sales)	(+48 22) 521 82 10	szymon.kubka@pkobp.pl
Bartosz Orzechowski	(sales)	(+48 22) 521 82 14	bartosz.orzechowski@pkobp.pl

## INFORMATION AND RESERVATIONS

**REGARDING THE NATURE OF RECOMMENDATION AND LIABILITY FOR ITS DRAFTING, CONTENTS AND DISTRIBUTION**

This publication (hereinafter: "Publication") has been drafted by PKO BP Securities (hereinafter "PKO BP Securities"), acting in conformity with the Polish Act on Trading in Financial Instruments of 29 July 2005, solely for the purposes of the customers of PKO BP Securities.

The Publication is addressed to Customers who have concluded agreements on the preparation of investment analyses, financial analyses and publications regarding financial instruments by PKO BP Securities.

The Publication has been prepared subject to due diligence and reliability; nevertheless, PKO BP Securities does not guarantee the absolute precision or completeness of the information contained in the Publication. PKO BP Securities is not liable for any losses incurred as a result of decisions made on the basis of information contained in this Publication.

PKO BP Securities hereby announces that investing money in financial instruments is connected with the risk of losing a part of or all the invested funds.

This Publication does not constitute an offer or an invitation to subscribe for or purchase or conclude transactions on financial instruments and is not aimed at encouraging its addressees to purchase or sell any financial instruments.

PKO BP Securities hereby announces that it renders brokering services in the scope of drafting investment analyses, financial analyses and other recommendations of a general nature under a permit of the Polish Financial Supervision Authority dated 7 October 2010. At the same time, PKO BP Securities hereby announces that said brokering services are rendered to customers in accordance with the binding "Rules and regulations for rendering the service of drafting investment analyses, financial analyses and publications regarding financial instruments by PKO BP Securities" (here) as well as on the basis of a written agreement on rendering the service of drafting investment analyses, financial analyses and publications by PKO BP Securities. The entity exercising supervision over PKO BP Securities within the scope of its brokering operations is the Polish Financial Supervision Authority.

**Explanation of the specialist terminology used**

min (max) 52 weeks: minimum (maximum) of the market share price during the previous 52 weeks

Capitalisation: product of the share market price and the number of shares

EV: sum of the company's capitalisation and net debt

free float (%): share of the total number of shares decreased by 5% stakes held by one shareholder and own shares held by the company in the total number of shares

Average trading/month: average trading per month calculated as total trading value over previous 12 months divided by 12

ROE: rate of return on equity

ROA: rate of return on assets

EBIT: operating profit

EBITDA: operating profit + depreciation and amortization

EPS: earnings per share

DPS: dividend per 1 share

CEPS: sum of net profit and depreciation and amortization per 1 share

P/E: quotient of share market price and EPS

P/BV: quotient of share market price and book value of one share

EV/EBITDA: quotient of capitalisation increased by the company's net debt and EBITDA

Gross sales margin: relation of gross sales profit to net sales proceeds

EBITDA margin: relation of the sum of operating profit and depreciation to net sales proceeds

EBIT margin: relation of operating profit to net sales proceeds

Net profitability: relation of net profit to net sales proceed



**IMPORTANT DISCLOSURES FOR U.S. PERSONS**

This research report was prepared by Powszechna Kasa Oszczedności Bank Polski Spółka Akcyjna Oddział-Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego w Warszawie ("PKO"), a company authorized to engage in securities activities in Poland. PKO is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act").

Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Rosenblatt Securities Inc, 40 Wall Street 59th Floor, New York, NY 10005, a registered broker dealer in the United States. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through PKO. Rosenblatt Securities Inc. accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and may not be an associated person of Rosenblatt Securities Inc. and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

**Ownership and Material Conflicts of Interest**

Rosenblatt Securities Inc. or its affiliates does not 'beneficially own,' as determined in accordance with Section 13(d) of the Exchange Act, 1% or more of any of the equity securities mentioned in the report. Rosenblatt Securities Inc, its affiliates and/or their respective officers, directors or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities referred to herein. Rosenblatt Securities Inc. is not aware of any material conflict of interest as of the date of this publication

**Compensation and Investment Banking Activities**

Rosenblatt Securities Inc. or any affiliate has not managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months, nor received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, neither does it or any affiliate expect to receive, or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months.

**Additional Disclosures**

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither PKO nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report's preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

PKO may rely on information barriers, such as "Chinese Walls" to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of PKO.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by PKO with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of PKO and PKO accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.