

Atende

Poprawa rentowności w toku

Obniżamy rekomendację do poziomu **TRZYMAJ** (wcześniej: **KUPUJ**) z 12 miesięczną ceną docelową na poziomie PLN 4.31 (wcześniej PLN 3.77).

- Grupa Atende S.A. odnotowała w 2Q'25 wyniki lepsze na poziomie rentowności od naszych prognoz odnotowując I marżę na poziomie 27% vs. 22% naszych założeń. Powyższe, przy utrzymaniu kosztów SG&A na poziomie PLN 15mn przełożyło się na dodatni wynik EBIT na poziomie PLN 2mn. Przychody spadły jednak o 2% r/r do poziomu PLN 64mn. Wzrost przychodów odnotowano jedynie do segmentu publicznego (+100% r/r, do 11.3mn vs. 5.6mn rok wcześniej - najczęściej projektów zrealizowano dla służb mundurowych i dla jednostek administracji państwowej). Skonsolidowana marża ze sprzedaży usług abonamentowych wyniosła PLN 13.8mn (+22% r/r) i pokryła 48% kosztów stałych.
- Podnosimy zatem nasze założenia odnośnie docelowej marży EBIT r/r do poziomu 3.8% (wcześniej 3.7%) w '27e. Zakładamy obecnie PLN 370mn przychodów (vs. 376mn w poprzednim raporcie) w '25e.
- Konsorcjum A2 Customer Care Sp. z o.o. i Atende S.A. zawarło aneks do umowy z PGE Systemy S.A. na wdrożenie systemu billingowego oraz CRM, który reguluje waloryzację wynagrodzenia wykonawcy i przesunął termin realizacji umowy na I kwartał 2027 r. Zamawiający dokonał również odbioru etapu wdrożenia pilotażowego, co pozwala na wystawienie przez lidera konsorcjum faktury za zrealizowany etap o wartości PLN 49.7mn. **Zwracamy jednak uwagę na ryzyko dochodzenia przez PGE dalszych roszczeń wobec konsorcjum w związku z realizacją kontraktu, co może mieć negatywny wpływ na wyniki finansowe spółki w kolejnych okresach.**

Podstawowe informacje finansowe

PLN mn	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	225.6	328.1	352.3	370.0	381.4	391.6	401.5
EBITDA	12.9	22.4	-0.7	22.8	23.2	27.1	28.0
EBIT	3.0	11.8	-12.0	10.0	11.5	14.9	15.3
Zysk netto	1.8	7.4	-12.0	6.2	7.5	10.0	10.0
EPS	0.0	0.2	-0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
DPS	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
DY	0.0%	0.0%	3.5%	0.0%	2.1%	2.6%	3.4%
P/E	80.8	19.7	neg.	23.7	19.5	14.7	14.7
EV/EBITDA	11.1	6.0	neg.	5.9	5.7	4.8	4.5

Źródło: Spółka ('22-'24), Pekao Equity Research

TRZYMAJ (wcześniej: KUPUJ)

Cena docelowa **PLN 4.31**

Potencjał wzrostu **7.0%**
Cena z 3 października 2025 **PLN 4.03**

ESG Rating **C**
Punkty ESG **0.69**

Wykres relatywny akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA
Raport kwartalny za 3Q'25 **13.11.25**

INFORMACJE DOT. AKCJI
Bloomberg **ATD PW**
Free float (%) **45.0**
Kapitalizacja (PLNmn) **146.5**
Liczba akcji (mn) **36.3**

Akcjonariusze
Fundacja Rodzinna Spinoza 32.9%
Piotr Nadolski 12.3%
OFE PKO BP Bankowy 9.9%
Value Fund Poland Activist FIZ 5.0%

Lukas Cinikas
lukas.cinikas@pekao.com.pl



Spis treści

Ostatnie wydarzenia	3
Wycena	4
Ryzyka	8
Aktualizacja prognoz	9
Zastrzeżenia	13



Ostatnie wydarzenia

Wyniki za 2Q'24

Spółka opublikowała wyniki finansowe za 2Q'25, notując na poziomie skonsolidowanym:

- Przychody w wysokości PLN 64mn (-2% r/r), vs. 71mn naszych oczekiwań.
- Wynik operacyjny = PLN 2mn vs. 1mn rok wcześniej i 2mn naszych założeń.
- EBITDA = PLN +5.2mn vs. 4.2mn rok wcześniej i 4.5mn naszych założeń.
- Wynik netto = PLN +1mn vs. 1mn naszych założeń i 1mn rok wcześniej.
- OCF w wysokości PLN -7.5mn (głównie negatywna delta kapitału obrotowego), a środki pieniężne na koniec kwartału spadły do PLN 13mn

Opublikowane dane finansowe grupy Atende okazały się lepsze na poziomie rentowności od naszych założeń i były zgodne z wcześniej publikowanymi szacunkami. Grupa odnotowała I marżę na poziomie 27% vs. 22% naszych założeń (głównie zasługa poziomu marży w spółkach zależnych). Powyższe, przy utrzymaniu kosztów SG&A na poziomie PLN 15mn przełożyło się na dodatni wynik EBIT na poziomie PLN 2mn. Wzrost przychodów odnotowano jedynie do segmentu publicznego (+100% r/r, do 11.3mn vs. 5.6mn rok wcześniej - najwięcej projektów zrealizowano dla służb mundurowych i dla jednostek administracji państwowej). Sprzedaż do sektora TMT odnotowała największy spadek o 16% r/r. Produktowo, największe wzrosty sprzedaży odnotowano w ramach usług serwisowych i utrzymaniowych (PLN 26.6mn vs. 19.8mn rok wcześniej). Przychody z dostaw sprzętu spadły do 23.5mn vs. 31.1mn rok wcześniej. Skonsolidowana marża ze sprzedaży usług abonamentowych wyniosła PLN 13.8mn (+22% r/r) i pokryła 48% kosztów stałych.

Rachunek zysków i strat (PLN m)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	Pekao	vs. Pekao	'24	'25e
Przychody	65	94	132	78	64	-2%	-18%	71	-10%	352	376
Zysk brutto na sprzedaży	14	18	3	18	17	21%	-4%	16	9%	49	76
Koszty ogólnego zarządu	-13	-16	-15	-15	-15	18%	-1%	-14	7%		
Pozostałe przychody/koszty operacyjne	0	0	-3	0	0	1127%	-68%	0	#DZIELU!		
EBITDA	4	5	-12	6	5	22%	-13%	5	14%	-1	22
EBIT	1	2	-15	3	2	57%	-27%	2	33%	-12	10
Przychody/koszty finansowe	-1	0	-1	0	-1	40%	106%	-1	82%	-2	-2
Zysk przed opodatkowaniem	1	2	-15	2	1	74%	-51%	1	10%	-14	8
Zysk/strata netto	1	1	-13	2	1	68%	-53%	1	8%	-12	7

Źródło: Atende, Pekao Equity Research

Umowa z PGE

W dniu 15 września 2025 r. konsorcjum A2 Customer Care Sp. z o.o. i Atende S.A. zawarł aneks do umowy z PGE Systemy S.A. na wdrożenie systemu billingowego oraz CRM dla PGE Obrót S.A. i PGE Dystrybucja S.A. Aneks reguluje waloryzację wynagrodzenia wykonawcy, przesuwając termin realizacji umowy na I kwartał 2027 r., zapewniając wcześniej gotowość przyłączenia do CSIRE, oraz dookreśla zasady współpracy na dalszych etapach projektu. Zamawiający dokonał odbioru etapu wdrożenia pilotażowego. Dokonanie odbioru etapu wdrożenia pilotażowego

pozwała na wystawienie przez lidera konsorcjum faktury za zrealizowany etap o wartości PLN 49.7mn.

Wycena

Metoda wyceny

Nasza wycena opiera się w 100% na metodzie DCF, a wycena porównawcza jest prezentowana jedynie w celach informacyjnych (0% wagi). Zdecydowaliśmy się również wycenić rynkowo udziały mniejszości w spółkach Omnichip i Phoenix Systems, których profil ma charakter odmienny od głównej działalności grupy.

Atende: Podsumowanie wyceny

Metoda	Cena (PLN)	Waga (%)
12M metoda DCF	4.31	100%
12M wycena mnożnikowa	6.43	0%
12M cena docelowa	4.31	
Obecna cena	4.03	
Potencjał (%)	7.0%	

Source: Pekao Equity Research.

Peers valuation

Com pay name	Ticker	P/S			EV/EBITDA			P/E		
		2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Capgemini SE	CAP FP Equit	1.0	0.9	0.9	7.4	7.0	6.6	10.8	10.1	9.4
Tieto OYJ	TIETO NO Eq	1.0	1.0	0.9	11.9	8.8	8.2	12.7	11.1	10.1
Sopra Steria Group	SOP FP Equit	0.6	0.5	0.5	6.2	6.0	5.7	9.7	8.5	7.9
Computacenter PLC	CCC LN Equit	0.4	0.4	0.3	8.4	7.8	7.3	16.5	14.9	13.8
Accenture PLC	ACN US Equit	2.2	2.1	2.0	11.5	10.7	10.1	18.9	17.7	16.4
Asseco Poland	ACP PW Equi	1.1	1.0	1.0	9.2	8.6	7.9	33.9	28.6	24.4
Asseco BS	ABS PW Equi	6.3	5.4	4.9	16.9	13.9	12.5	21.8	18.9	16.9
Cognizant	CTSH US Equ	1.6	1.5	1.4	8.2	7.9	7.3	12.9	12.1	11.1
Mediana		1.0	1.0	1.0	8.8	8.2	7.6	14.7	13.5	12.5
Atende		0.4	0.4	0.4	5.9	5.7	4.8	23.7	19.5	14.7
Premia/dyskonto		164%	161%	157%	48%	43%	60%	-38%	-31%	-15%
Implikowana wartość na akcję PLN		10.65	10.51	10.35	5.83	5.61	6.17	2.50	2.79	3.42

Source: Bloomberg, Pekao Equity Research

Udziały w Omnichip

Nasze założenia do wyceny spółki:

PLN mn	2025e	2026e	2027e
Przychody	6.0	6.6	7.3
EBITDA	2.1	2.3	2.5
EBIT	1.7	1.9	2.1
Zysk netto	1.4	1.5	1.7
Dług netto	-2.5	-2.5	-2.5

Źródło: Pekao Equity Research

Wycena porównawcza

Nazwa spółki	Krótki opis spółki	Ticker	P/S			EV/EBITDA			P/E		
			2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Realtek Semiconductor Corp	Projektant, tester i dystrybutor układów scalonych	2379 TT Equil	2.2	1.9	1.7	11.7	10.3	8.7	17.5	14.8	12.1
Mediatek Inc	B+R, produkcja i sprzedaż półprzewodników	2454 TT Equil	3.6	3.2	2.7	14.6	13.2	10.9	19.7	17.2	14.8
AT&S	Producent płytek PCB i podłoża do półprzewodników	ATS AV Equi	0.6	0.5	0.4	8.9	7.5	5.1	#N/A	#N/A	144.0
Synopsys Inc	IP i softw are do produkcji układów scalonych	SNPS US Equ	12.4	9.0	8.3	34.2	24.3	20.3	36.6	33.2	27.3
Cadence Design Systems Inc	IP, softw are, hardw are do produkcji układów scalonych	CDNS US Equ	18.0	16.1	14.3	38.4	34.0	29.9	50.2	43.7	38.3
Mediana			3.6	3.2	2.7	14.6	13.2	10.9	28.2	25.2	27.3
Omnichip (implikowana wartość mnPLN)			21.7	21.4	19.7	33.3	32.7	29.8	39.2	38.9	46.6
Udział ATD			55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
Omnichip - wycena udziału ATD (mnPLN)			11.9	11.8	10.9	18.3	18.0	16.4	21.6	21.4	25.6
Omnichip - udziały mniejszości ATD (mnPLN)			9.8	9.6	8.9	15.0	14.7	13.4	17.6	17.5	21.0
Omnichip - udziały mniejszości rynkowe (mnPLN)			14.2								

Source: Bloomberg, Pekao Equity Research

Udziały w Phoenix Systems

Nasze założenia do wyceny spółki:

PLN mn	2025e	2026e	2027e
Przychody	5.7	6.1	6.4
EBITDA	0.9	1.0	7.5
EBIT	0.6	0.6	7.1
Zysk netto	1.3	1.4	1.5
Dług netto	0.4	0.4	0.4

Źródło: Pekao Equity Research

Wycena porównawcza

Nazwa spółki	Krótki opis spółki	Ticker	P/S			EV/EBITDA			P/E		
			2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Kontron AG	rozwiązania IoT dla biznesu	KTN GY Equi	0.9	0.9	0.8	8.1	8.1	7.4	12.3	12.8	11.1
Cancom SE	implementacja IoT dla biznesu	COK GR Equi	0.5	0.5	0.4	9.1	7.5	6.8	28.7	19.1	16.1
Seco SPA	systemy i rozwiązania IoT dla różnych branż	IOT IM Equity	2.3	2.0	1.8	13.7	10.9	9.5	46.4	30.6	22.1
Alarm.com	dostarcza rozwiązania IoT (min. domowe)	ALRM US Equ	2.6	2.5	2.4	13.4	12.4	11.3	22.1	20.9	19.0
Johnson Controls PLC	dostarcza rozwiązania IoT (min. smart building)	JCI US Equity	3.0	2.9	2.7	21.1	18.8	17.1	29.3	24.6	21.1
Median total			2.3	2.0	1.8	13.4	10.9	9.5	28.7	20.9	19.0
Omnichip (implikowana wartość mnPLN)			12.9	12.1	11.6	24.2	20.6	18.8	38.2	29.6	28.6
Udział ATD			51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%
Phoenix Systems - wycena udziału ATD (mnPLN)			6.59	6.17	5.93	12.36	10.52	9.61	19.49	15.11	14.57
Phoenix Systems - udziały mniejszości ATD (mnPLN)			6.33	5.93	5.69	11.87	10.10	9.24	18.73	14.52	14.00
Phoenix Systems - udziały mniejszości rynkowe (mnPLN)			10.71								

Source: Bloomberg, Pekao Equity Research

Kluczowe założenia uwzględnione w naszym modelu wyceny DCF są następujące:

- Stopa wolna od ryzyka w wysokości 5.5% od 2026-31e i 4.0% w okresie rezydualnym.
- Premia za ryzyko kapitałowe w wysokości 6.0% od 2026-31e i 5.0% w okresie rezydualnym.
- Współczynnik Beta na poziomie 1.0.
- Marża kredytowa w wysokości 1.0%.
- Stawka podatku dochodowego w wysokości 19.0%.
- Marża EBIT w okresie rezydualnym jako średnia z okresu prognozy.
- Dynamiczna waga kapitału własnego i obcego w kalkulacji ważonego kosztu kapitału (WACC).
- Udziały niekontrolujące na bazie wyceny rynkowej spółek Omnichip i Phoenix Systems.
- Stopa wzrostu w okresie rezydualnym wynosząca 2.0% - uwzględniająca stopę reinwestycji kapitału.

Rating ESG

TMT	E	S	G
Score	0.26	0.60	1.00
Sector weight	20%	40%	40%
Final ESG Score	0.69		
ESG Rating	C		

	score from:	to	Rating	WACC risk premium impact (% of RFR)
ESG Score	1.5	2	A	-15.00%
	1	1.5	B	-7.50%
	0.5	1	C	0%
	0	0.5	D	15.00%

Kalkulacja WACC

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Rok końcowy
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
Premia/ryzyko ESG	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cost of equity	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	9.0%
Koszt długu	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	5.0%
Koszty długu po opodatkowaniu	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	4.1%
Waga kapitału własnego	80%	80%	79%	79%	78%	78%	78%
WACC	10.2%	10.2%	10.2%	10.1%	10.1%	10.1%	7.9%

Wycena DCF

(PLN mn)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Rok końcowy
Przychody	381	392	401	411	421	431	439
EBIT	11.5	14.9	15.3	15.7	16.0	16.4	16.1
Podatek na EBIT	-2.2	-2.8	-2.9	-3.0	-3.0	-3.1	-3.1
NOPAT	9.3	12.1	12.4	12.7	13.0	13.3	13.1
Amortyzacja (w tym RoU)	11.7	12.2	12.7	13.2	13.6	14.0	14.0
Kapitał obrotowy	0.1	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.4
CAPEX (w tym RoU)	-13.8	-14.1	-14.5	-14.9	-15.2	-15.6	-14.6
FCFF	7.3	9.6	10.0	10.4	10.8	11.2	12.1
Wzrost w okresie rezydualnym							2.0%
Wartość rezydualna							207.5
Współczynnik dyskonta	0.91	0.82	0.75	0.68	0.62	0.56	0.56
Zdyskontowane przepływy	6.6	7.9	7.5	7.1	6.7	6.2	116.1
EV	158.1						
Udziały mniejszościowe (rynkowe)	24.9						
Dług netto (31.12.25 z leasingami)	-11.0						
Inne	0.0						
Wartość kapitału własnego	144.2						
Liczba akcji (mn)	36.3						
12M cena docelowa (PLN)	4.31						
Cena akcji w dniu 03.10.25 (PLN)	4.03						
Potencjał	7.0%						

Wzrost przychodów	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2.0%
Marża EBIT	3.0%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.7%
Stawka podatku	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
CAPEX/przychody	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.3%
CAPEX/amortyzacja	117.7%	115.6%	113.9%	112.7%	111.8%	111.1%	104.4%

Wrażliwość ceny docelowej na wzrost w okresie rezydualnym i WACC

Wzrost w okresie rezydualnym/WACC	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
5.9%	4.6	5.0	5.5	6.1	6.9	8.0	9.5
6.9%	4.0	4.3	4.6	5.0	5.5	6.1	7.0
7.9%	3.6	3.8	4.0	4.3	4.7	5.1	5.6
8.9%	3.3	3.4	3.6	3.8	4.1	4.4	4.7
9.9%	3.0	3.1	3.3	3.4	3.6	3.8	4.1

Wrażliwość ceny docelowej na kluczowe wskaźniki wzrostu

Marża EBIT w okresie rezydualnym/WACC	2.4%	2.9%	3.4%	3.7%	4.2%	4.7%	5.2%
5.9%	5.4	5.5	5.9	6.1	6.5	7.0	7.4
6.9%	4.2	4.5	4.8	5.0	5.4	5.8	6.2
7.9%	3.5	3.8	4.1	4.3	4.7	5.0	5.4
8.9%	3.0	3.3	3.6	3.8	4.1	4.5	4.8
9.9%	2.7	3.0	3.3	3.4	3.7	4.0	4.3

Source: Pekao Equity Research

Ryzyka

Ryzyko otoczenia gospodarczego. Działalność spółki jest zależna od kondycji krajowej i światowej gospodarki, która wpływa na wyniki finansowe oraz wysokość budżetów IT przedsiębiorstw. Sam wzrost niepewności gospodarczej może również wpłynąć na wysokość inwestycji informatycznych.

Ryzyko walutowe. Grupa importuje sprzęt teleinformatyczny, który jest rozliczany w walutach obcych (głównie EUR i USD), co implikuje ryzyko walutowe. W celu ograniczenia ryzyka, Spółka korzysta z instrumentów zabezpieczających na poziomie co najmniej 90.0% transakcji walutowych.

Ryzyko utraty kluczowych pracowników. Działalność spółki prowadzona jest z uwzględnieniem min. specjalistów w zakresie IT, co powoduje, że ich utrata mogłaby narazić spółkę na ryzyko opóźnień w realizacji kontraktów oraz pozyskiwania nowych.

Opóźnienia dostaw. Grupa prowadzi działalność min. w oparciu o sprzęt IT przez co jest narażona na ryzyko opóźnień, utraty kontraktów i problemów z pozyskaniem nowych w sytuacji zakłóceń w łańcuchach dostaw.

Ryzyko konkurencji. Grupa działa na mocno rozdrobnionym rynku usług teleinformatycznych, co może negatywnie wpływać na wyniki finansowe oraz wymuszać ciągłą innowacyjność.

Ryzyko utraty kluczowego klienta i koncentracji zamówień. Grupa prowadzi sprzedaż usług do dużych podmiotów oraz klienta publicznego. W 2023 r. udział dwóch klientów przekroczył 10% przychodów ze sprzedaży jednostki dominującej - Atende. Przychody uzyskane od klienta z sektora publicznego wyniosły 40,6 mln zł, co oznacza 14% udziału w sprzedaży Spółki. Przychody od klienta z sektora telekomunikacji wyniosły 37,5 mln zł, co oznacza 12,9% udziału w sprzedaży Spółki.

Ryzyko związane z działalnością z klientem z sektora obronnego. Grupa prowadzi sprzedaż części usług, gdzie wymogiem jest posiadanie poświadczenia dostępu do informacji niejawnych o najwyższych klauzulach. Utrata takich poświadczeń może narazić spółkę na utratę klientów i przychodów z tego obszaru.

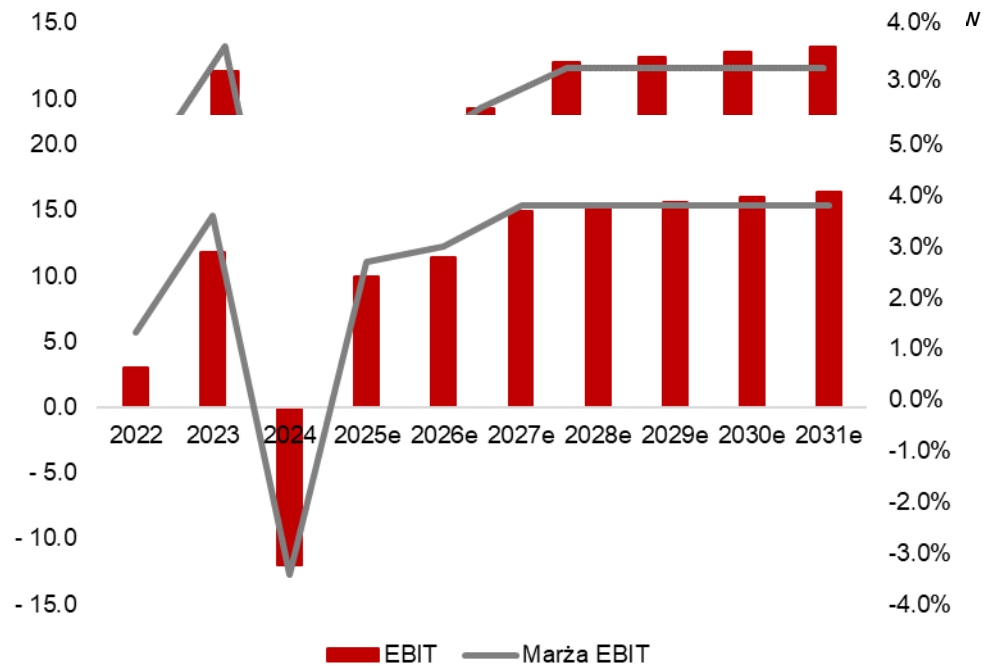
Ryzyko związane z pozyskiwaniem nowych kontraktów. Grupa prowadzi działalność w sektorze, gdzie większość zamówień jest rozstrzygana w formie przetargów, a presja cenowa konkurencji może powodować utratę zleceń oraz wpływać negatywnie na marżę.

Ryzyko związane z cyberbezpieczeństwem. W przypadku incydentu bezpieczeństwa IT i wycieku danych grupa jest narażona na ryzyko odszkodowawcze i reputacyjne, co może prowadzić do utraty klientów i roszczenia w tym zakresie.



Aktualizacja prognoz

Z uwagi na lepszą od oczekiwanej poprawę rentowności w 1HY'25, podnosimy nasze założenia odnośnie docelowej marży EBIT r/r do poziomu 3.8% (wcześniej



Podsumowanie zmian naszych prognoz przedstawiamy w poniższej tabeli:

	2025e			2026e			2027e		
	Było	Jest	zmiana	Było	Jest	zmiana	Było	Jest	zmiana
Przychody	375.8	370.0	-1.6%	385.5	381.4	-1.1%	395.1	391.6	-0.9%
EBITDA	22.5	22.8	1.3%	20.7	23.2	11.9%	22.8	27.1	19.0%
EBIT	10.1	10.0	-1.1%	11.0	11.5	4.2%	14.1	14.9	5.7%
Zysk netto	6.6	6.2	-6.2%	7.7	7.5	-2.3%	7.7	10.0	29.7%

Source: Pekao Equity Research

Rachunek zysków i strat (PLN mn)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	226	328	352	370	381	392	401
Zysk brutto	54	67	49	73	78	83	85
Inne koszty operacyjne	-51	-55	-61	-63	-66	-68	-70
EBITDA	13	22	-1	23	23	27	28
EBIT	3	12	-12	10	11	15	15
Działalność finansowa	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-3
Zysk przed opodatkowaniem	-1	2	-14	8	9	12	12
Podatek dochodowy	0	-1	2	-1	-2	-2	-2
Zysk netto	2	7	-12	6	8	10	10
EPS (PLN)	0.0	0.2	-0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
Bilans (PLN mn)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Aktywa obrotowe	109	153	181	147	158	170	181
Gotówka i ekwiwalenty	17	34	61	45	53	63	72
Pozostałe	91	119	120	103	104	106	108
Aktywa trwałe	55	65	70	76	78	80	82
Rzeczowe aktywa trwałe	24	23	26	27	29	31	32
Pozostałe	31	41	45	49	49	49	50
Aktywa ogółem	164	218	251	224	236	250	263
Kapitał własny	75	82	65	72	76	82	87
Zobowiązania długoterminowe	13	25	29	31	37	43	50
Zadłużenie długoterminowe	4	7	13	14	20	26	33
Pozostałe	9	18	16	17	17	17	17
Zobowiązania krótkoterminowe	76	110	157	121	123	124	126
Zadłużenie krótkoterminowe	10	15	13	20	20	20	20
Pozostałe	66	96	143	101	103	105	106
Pasywa ogółem	164	218	251	224	236	250	263
Dług netto	-3	-12	-35	-11	-13	-17	-20
Przepływy pieniężne (PLN m)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Zysk netto	2	7	-12	6	8	10	10
Amortyzacja	10	11	11	13	12	12	13
Inne (w tym ZKO)	3	5	45	-33	0	0	0
Przepływy operacyjne	15	23	45	-14	19	22	22
CAPEX	-6	-8	-6	-7	-8	-8	-8
Pozostałe	0	-1	0	0	0	0	0
Przepływy inwestycyjne	-6	-8	-5	-7	-8	-8	-8
Dywidenda	0	0	-5	0	-3	-4	-5
Pozostałe	-2	3	-7	4	0	0	0
Przepływy finansowe	-2	3	-12	4	-3	-4	-5
Zmiana gotówki	8	17	27	-17	9	10	9
Gotówka na koniec okresu	17	34	61	45	53	63	72
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
Wzrost r/r							
Przychody	10%	45%	7%	5%	3%	3%	3%
EBITDA	30%	74%	-103%	-3180%	2%	17%	3%
EBIT	1928%	293%	-202%	-183%	15%	30%	3%
Zysk netto	-249%	310%	-262%	-152%	21%	33%	0%
EPS	-249%	310%	-262%	-152%	21%	33%	0%
Marże							
EBITDA	5.7%	6.8%	-0.2%	6.2%	6.1%	6.9%	7.0%
EBIT	1.3%	3.6%	-3.4%	2.7%	3.0%	3.8%	3.8%
Zysku netto	0.8%	2.3%	-3.4%	1.7%	2.0%	2.5%	2.5%
ROE	2.4%	9.0%	-18.4%	8.7%	9.9%	12.2%	11.4%
Wskaźniki bilansowe							
BVPS (PLN)	2.1	2.3	1.8	2.0	2.1	2.3	2.4
Dług netto/EBITDA	-0.2	-0.5	46.8	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7
Zadłużenie/Kapitał własny	18.9%	26.8%	41.0%	47.1%	52.5%	56.2%	60.4%

Source: Pekao Equity Research

Tabela wskaźnikowa

Tabela wskaźnikowa (PLN)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
EPS, GAAP	0.0	0.2	-0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Revenue	226	328	352	370	381	392	401	411	421	431
Gross Margin %	24.0%	20.4%	13.9%	19.7%	20.4%	21.2%	21.2%	21.2%	21.2%	21.2%
EBIT	3.0	11.8	-12.0	10.0	11.5	14.9	15.3	15.7	16.0	16.4
EBITDA	12.9	22.4	-0.7	22.8	23.2	27.1	28.0	28.8	29.6	30.4
Net Income, GAAP	1.8	7.4	-12.0	6.2	7.5	10.0	10.0	9.9	9.9	10.6
Net Debt	-3	-12	-35	-11	-13	-17	-20	-22	-25	-29
BPS	2.07	2.27	1.80	1.97	2.09	2.26	2.40	2.53	2.67	2.82
DPS	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Return on Equity %	2.4%	9.0%	-18.4%	8.7%	9.9%	12.2%	11.4%	10.8%	10.2%	10.3%
Return on Assets %	1.1%	3.4%	-4.8%	2.8%	3.2%	4.0%	3.8%	3.6%	3.4%	3.5%
Depreciation	10	11	11	13	12	12	13	13	14	14
Amortization	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	9	15	39	-21	12	14	14	14	15	16
CAPEX	-6	-8	-6	-7	-8	-8	-8	-8	-8	-9

Source: Atende ('22-24), Pekao Equity Research

PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 6 PAŹDZIERNIKA 2025 R. O GODZINIE 07:30 CET.

RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 6 PAŹDZIERNIKA 2025 R. O GODZINIE 07:35 CET.

ZAWARTOŚĆ RAPORTU NIE BYŁA WERYFIKOWANA PRZEZ JAKĄKOLWIEK SPÓŁKĘ, KTÓREJ RAPORT DOTYCZY

DISCLAIMER

ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA TREŚĆ NINIEJSZEJ PUBLIKACJI:

Biuro Maklerskie Pekao jest organizacyjnie wydzieloną jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie przy ul. Żubra 1, 01-066 Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, przy ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06-841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (w całości opłacony) w wysokości 262 470 034 PLN.

Biuro Maklerskie Pekao podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska i może podlegać ograniczonej regulacji przez Financial Conduct Authority, a także przez niektóre inne organy regulacyjne w Unii Europejskiej.

Niniejsza analiza inwestycyjna („Raport”) została przygotowana przez BM w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Niniejsza analiza opiera się na informacjach uzyskanych z lub pochodzących z publicznych źródeł informacji, które uważamy za wiarygodne, ale nie ponosimy odpowiedzialności za ich kompletność i dokładność. Wszystkie szacunki i opinie zawarte w raporcie stanowią niezależną ocenę analityków na dzień publikacji. Zastrzegamy sobie prawo do zmiany opinii wyrażonych w niniejszym raporcie w dowolnym momencie bez uprzedzenia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich publikowania bez uprzedzenia.

Niniejsza analiza została przygotowana z należytą starannością i dbałością, ma charakter wyłącznie informacyjny i (i) nie stanowi ani nie jest częścią żadnej oferty sprzedaży lub subskrypcji ani zaproszenia do składania ofert zakupu lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentów finansowych, pieniężnych lub inwestycyjnych ani żadnych papierów wartościowych, (ii) nie jest przeznaczona jako taka oferta sprzedaży lub subskrypcji lub zachęta do złożenia oferty zakupu lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego, rynku pieniężnego lub inwestycyjnego lub jakiegokolwiek papieru wartościowego, ani (iii) jako reklama takich instrumentów. Możliwości inwestycyjne omówione w niniejszym raporcie mogą nie być odpowiednie dla niektórych inwestorów w zależności od ich konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub w kontekście ich ogólnej sytuacji finansowej. Ceny lub wartości omówionych inwestycji mogą ulegać wahaniom. Inwestorzy mogą odzyskać mniej niż zainwestowali. Zmiany kursów walut mogą mieć niekorzystny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości niekoniecznie wskazują na przyszłe wyniki. W szczególności nie wyjaśniono w całości ryzyka związanego z inwestycją w instrumenty finansowe, pieniężne lub inwestycyjne lub papiery wartościowe, o których mowa.

Informacje te są podane bez żadnych gwarancji, w stanie, w jakim się znajdują, i nie powinny być traktowane jako substytut indywidualnej porady. W celu uniknięcia wątpliwości, analizy nie stanowią odpowiednika porady inwestycyjnej, a Biuro Maklerskie Pekao nie świadczy usług doradztwa inwestycyjnego ani nie świadczy usług zarządzania portfelem w odniesieniu do portfeli składających się z jednego lub więcej instrumentów finansowych. Analizy są przekazywane bez uwzględnienia potrzeb i sytuacji Klienta, w szczególności podczas przygotowywania analiz Pekao Biuro Maklerskie nie bada celów inwestycyjnych Klienta, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego, a także sytuacji finansowej Klientów. Inwestorzy muszą samodzielnie określić, czy inwestycja w instrumenty, o których mowa w niniejszym dokumencie, jest odpowiednia, biorąc pod uwagę związane z nią korzyści i ryzyko, własną strategię inwestycyjną oraz swoją sytuację prawną, podatkową i finansową. Ponieważ niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej ani bezpośredniej porady inwestycyjnej, ani niniejszy dokument, ani żadna jego część nie może stanowić podstawy, nie może być wykorzystywana w związku z zawarciem jakiejkolwiek umowy lub zobowiązania ani nie może stanowić zachęty do zawarcia takiej umowy lub zobowiązania. Inwestorzy powinni skontaktować się z doradcą inwestycyjnym swojego banku w celu uzyskania indywidualnych wyjaśnień i porad.

Ani Pekao Biuro Maklerskie, ani żadna osoba prawna należąca do tej samej grupy, ani żaden z ich dyrektorów, członków kadry kierowniczej lub pracowników, ani żadna inna osoba nie ponosi żadnej odpowiedzialności (z tytułu zaniedbania lub w inny sposób) za jakiegokolwiek straty (szkody) wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści lub powstałe w inny sposób w związku z nim.

Ceny wykorzystane w analizie są cenami zamknięcia odpowiedniego lokalnego systemu obrotu lub cenami zamknięcia na odpowiednich lokalnych giełdach papierów wartościowych.

POTENTIAL CONFLICTS OF INTERESTS:

Obecne potencjalne konflikty interesów dotyczą następujących akcji (zobacz definicję poniżej): AB S.A. 3; Allegro 3; Answear 2; Arctic Paper S.A. 3; Arlen 2; Astarta S.A. 3; Budimex 3, CCC 2; CD Projekt 3, Cyfrowy Polsat 3, Diagnostyka 2; Dino Polska 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; Grupa Kęty 3, Kruk 3, LPP 3; mBank 3; Murapol 2; Orange Polska 3, Pepco 3, PGE 3; PKN Orlen 3; PKO BP 3; Santander Bank Polska 3; Zabka 2.

Słownik:

Klucz 1: Analizowana spółka posiada co najmniej 5% kapitału zakładowego Banku Pekao S.A.

Klucz 2: Biuro Maklerskie Pekao i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była w ciągu ostatnich 12 miesięcy głównym lub współgłównym gwarantem (gwarantem lub współgwarantem) publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 3: Biuro Maklerskie Pekao i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w instrumentach finansowych emitenta.

Klucz 4: Analizowana spółka i Biuro Maklerskie Pekao i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna zawarły umowę o przygotowywanie analiz.

Klucz 5: Analityk lub osoba z nim powiązana zasiada w radzie nadzorczej/zarządzie spółki, którą analizuje.

Klucz 6: Biuro Maklerskie Pekao posiada pozycję długą netto przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Klucz 7: Biuro Maklerskie Pekao posiada pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Analizy mogą dotyczyć jednej lub kilku spółek oraz papierów wartościowych przez nie emitowanych. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie dostarczali informacje do niniejszej analizy.

Wynagrodzenie Pekao Biuro Maklerskie lub osób pracujących dla Pekao Biuro Maklerskie, i które były zaangażowane w tworzenie rekomendacji, nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami w ramach usług Biura Maklerskiego Pekao określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub innymi rodzajami transakcji wykonywanych przez Biuro Maklerskie Pekao lub jakakolwiek osobę prawną należąca do tej samej grupy, ani z opłatami transakcyjnymi pobieranymi przez Biuro Maklerskie Pekao lub jakakolwiek osobę prawną należąca do tej samej grupy.

Informacje o posiadaniu instrumentów finansowych lub ich instrumentów pochodnych przez osoby uczestniczące w procesie przygotowywania rekomendacji inwestycyjnych lub informacje, że osoba wydająca rekomendację nie posiada takich instrumentów:

Analityk	Instrument finansowy	Liczba instrumentów	Ekspozycja (long/short)	Cena transakcja	Data transakcji
Lukas Cinikas	Atende	0	Brak	Nie dotyczy	Nie dotyczy

Biuro Maklerskie Pekao i/lub inne osoby prawne należące do tej samej grupy mogą regularnie dokonywać obrotu akcjami analizowanej spółki. Biuro Maklerskie Pekao i/lub inne powiązane z nim osoby prawne mogą posiadać znaczące otwarte pozycje w instrumentach pochodnych na akcje spółki. Banki i inne osoby prawne należące do Grupy Pekao mogły udzielić analizowanej spółce znacznych kredytów. Biuro Maklerskie Pekao i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć znaczący interes finansowy związany z analizowaną spółką lub mogą go mieć w dowolnym momencie w przyszłości. Ze względu na fakt, że Biuro Maklerskie Pekao i/lub dowolna powiązana osoba prawna są uprawnione, z zastrzeżeniem obowiązujących przepisów prawa, do podejmowania w przyszłości działań, które mogą prowadzić do powstania znaczącego interesu finansowego, dla celów niniejszej informacji należy założyć, że Biuro Maklerskie Pekao i/lub dowolna powiązana osoba prawna faktycznie podejmie takie działania, które mogą prowadzić do powstania znaczącego interesu finansowego związanego z analizowaną spółką.

Analizowana spółka oraz Biuro Maklerskie Pekao i/lub jakakolwiek osoba prawna należące do tej samej grupy mogły zawrzeć w ciągu ostatnich 12 miesięcy umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE, w zamian za co Biuro Maklerskie Pekao i/lub taka osoba prawna należące do tej samej grupy otrzymała wynagrodzenie lub obietnicę wynagrodzenia lub zamierza to zrobić. Ze względu na fakt, że Biuro Maklerskie Pekao i/lub jakakolwiek osoba prawna należące do tej samej grupy są uprawnione do zawarcia, z zastrzeżeniem obowiązujących przepisów prawa, umowy o świadczenie usług określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE Parlamentu Europejskiego i Rady z analizowaną spółką w dowolnym momencie w przyszłości i mogą otrzymać wynagrodzenie lub obietnicę wynagrodzenia, dla celów niniejszej informacji należy założyć, że Biuro Maklerskie Pekao i/lub jakakolwiek osoba prawna należące do tej samej grupy faktycznie zawrze takie umowy i faktycznie otrzyma takie wynagrodzenie lub obietnicę wynagrodzenia.

Aby zapobiegać konfliktom interesów lub je rozwiązywać, Biuro Maklerskie Pekao i/lub inne osoby prawne należące do tej samej grupy ustanowiły rozwiązania organizacyjne wymagane z prawnego i nadzorczego punktu widzenia, których przestrzeganie jest monitorowane przez dział compliance. Powstające konflikty interesów są zarządzane za pomocą barier prawnych, fizycznych i niefizycznych (zwanych łącznie „barierami informacyjnymi”), mających na celu ograniczenie przepływu informacji między jednym obszarem/działem Biura Maklerskiego Pekao i/lub innymi powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki zajmujące się bankowością inwestycyjną, w tym finansami korporacyjnymi, działalnością na rynku kapitałowym, doradztwem finansowym i innymi działaniami związanymi z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznymi i niefizycznymi granicami od jednostek rynkowych, a także działu badań. Ujawnianie publicznie dostępnych konfliktów interesów i innych istotnych interesów odbywa się w ramach badań. Analitycy są na bieżąco nadzorowani i zarządzani przez kierowników linii, którzy nie są odpowiedzialni za działalność w zakresie bankowości inwestycyjnej, w tym działalność w zakresie finansów korporacyjnych, ani za inne działania poza sprzedażą papierów wartościowych Klientom.

DEFINICJA OCEN STOSOWANYCH W NASZYCH PUBLIKACJACH:

Obecnie stosujemy trzypoziomowy system rekomendacji dla akcji objętych naszym formalnym zakresem: Kup, Trzymaj lub Sprzedaj (zobacz definicje poniżej):

Zalecenie „**Kupuj**” stosuje się, gdy oczekiwany całkowity zwrot w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy jest wyższy niż 15%.

Zalecenie „**Trzymaj**” stosuje się, gdy oczekiwany całkowity zwrot w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy mieści się w przedziale od 0% do 15%.

Zalecenie „**Sprzedaj**” stosuje się, gdy oczekiwany całkowity zwrot z akcji w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy jest ujemny.

W naszym raporcie stosujemy cztery dodatkowe kategorie ocen:

Zastrzeżone: Rating i/lub prognozy finansowe i/lub cena docelowa nie są ujawniane ze względu na wymogi zgodności lub inne kwestie regulacyjne, takie jak okres zamknięty lub konflikt interesów.

W okresie przejściowym: Ze względu na zmiany w zespole analitycznym ujawnianie ratingu akcji i/lub ceny docelowej i/lub informacji finansowych zostało tymczasowo zawieszane. Akcje pozostają w uniwersum analitycznym, a ujawnianie odpowiednich informacji zostanie wznowione w odpowiednim czasie.

W trakcie przeglądu: Ocena i/lub prognozy finansowe i/lub cena docelowa są obecnie weryfikowane przez analityka i nie należy polegać na poprzedniej ocenie i/lub prognozach finansowych i/lub cenie docelowej.

Brak oceny: Nie wydajemy rekomendacji dotyczących konkretnych spółek i nie planujemy ich wydawania w dającej się przewidzieć przyszłości.

METODY STOSOWANE DO FORMULOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:

Nasze **wyceny przedsiębiorstw** oparte są na dwóch metodach wyceny, wybranych spośród następujących: model dyskontowy, model oparty na analizie porównawczej lub metoda wyceny wartości aktywów. **Modele dyskontowe** charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnianiem kluczowych determinant wartości wewnętrznej, np. operacyjne przepływy pieniężne, nakłady inwestycyjne, koszt kapitału (WACC). Są teoretycznie atrakcyjne i zapewniają bezpośrednie obliczenie wartości przedsiębiorstwa. Jednak wyceny modeli dyskontowych są bardzo wrażliwe na zmiany założeń, szczególnie stopy wolnej od ryzyka i końcowej stopy wzrostu. Ponadto prognozy nie są pewne - nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować, że prognozy dochodów lub zysków będą nieaktualne. **Analiza porównawcza** oparta jest na analizie mnożników wyceny danego przedsiębiorstwa względem innych podobnych przedsiębiorstw z branży. Wśród mocnych stron modeli mnożników możemy wyróżnić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wybierane są tylko kluczowe statystyki dla inwestorów. Z drugiej strony mnożniki oparte są na danych historycznych lub prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte o mnożniki nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanej wydajności w dłuższej perspektywie. Ponadto może być problematyczne wybranie odpowiedniej grupy porównawczej. **Metody oparte o wyceny wartości aktywów** mogą być stosowane, nawet jeśli firma ma krótki rejestr zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Określenie wartości rynkowej niektórych aktywów, zwłaszcza wartości niematerialnych, może być jednak trudne. Ponadto modele oparte na aktywach nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych ani nie zawierają pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Modele wyceny są zależne od czynników makroekonomicznych, takich jak stopy procentowe, kursy walutowe, ceny surowców oraz od założeń dotyczących gospodarki. Ponadto na wycenę spółek wpływają nastroje rynkowe. Wycena opiera się również na oczekiwaniach, które mogą ulec szybkiej zmianie bez uprzedzenia, w zależności od rozwoju sytuacji w poszczególnych branżach. Nasze rekomendacje i ceny docelowe wynikające z modeli mogą zatem ulec odpowiedniej zmianie.

Zalecenia inwestycyjne dotyczą generalnie horyzontu 12-miesięcznego. Jednak podlegają one również warunkom rynkowym i mogą stanowić jedynie wskazówkę. W rzeczywistości ceny docelowe mogą być osiągane szybciej lub wolniej niż oczekiwano lub wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i na wykresach w całym niniejszym raporcie lata oznaczamy literą „E” w celu wskazania, że przedstawione liczby są prognozami i szacunkami.

Rating ESG: Spółki otrzymują jedną z czterech ocen ESG, od A (najlepszą) do D (najgorszą), na podstawie wyników uzyskanych w kwestionariuszu w trzech obszarach (środowiskowym, społecznym i ładu korporacyjnego). Każdy z nich ma określoną wagę w końcowej ocenie ESG, zależną od sektora. Ponadto, ocena ESG jest uwzględniana w modelu wyceny, wpływając na premię za ryzyko w obliczeniach WACC.

INNE INFORMACJE DOTYCZĄCE NASZYCH PUBLIKACJI:

Lista spółek będąca w pokryciu analitycznym Biura Maklerskiego Pekao jest dostępna na żądanie. Historia naszych rekomendacji jest dostępna na naszej stronie internetowej: www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings

Każda rekomendacja dotycząca spółki objętej analizą naszych analityków jest aktualizowana co najmniej raz w roku lub w przypadku istotnych zmian w działalności spółki i/lub zmian w rekomendacji.

DODATKOWO WYMAGANE INFORMACJE ZGODNIE Z PRAWEM I PRZEPISAMI WSKAZANYCH JURYSDYKCJI

Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany w Australii, Kanadzie, Japonii lub Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii ani na obszarze żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie właściwych przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

Niniejsza publikacja stanowi analizę inwestycyjną w rozumieniu art. 36 ust. 1 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565.