

COMPANY REPORT

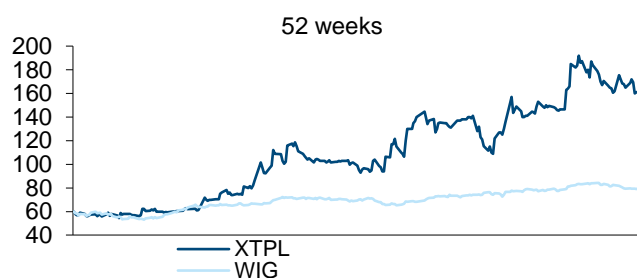
XTPL

Kupuj

(mln PLN)	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	12.8	18.9	30.6	53.9
EBITDA	-0.8	1.0	5.7	15.2
EBIT	-1.8	-0.2	3.8	12.6
Zysk netto dla jedn. dominującej	-2.1	-0.5	3.1	10.1
Zysk na akcję (PLN)	-1.05	-0.22	1.33	4.40
Zysk gotówkowy na akcję (PLN)	-0.56	0.28	2.13	5.53
Wartość księgową na akcję (PLN)	1.96	16.51	17.84	22.24
Dywidenda na akcję (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00

EV/EBITDA (x)	-125.4	352.3	59.9	22.0
P/E (x)	nm	nm	122.2	36.8
P/CE (x)	-90.3	581.9	76.1	29.3
Stopa dywidendy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu 29.08.2023	162.00	Reuters	XTP.WA	Akcje w wolnym obrocie	51.2%
Liczba akcji (mln)	2.3	Bloomberg	XTP.PW	Główni akcjonariusze: Filip Granek (14.3%)	
Wartość rynkowa (mln PLN / mln EUR)	373	Dzień dywidendy		Deutsche Balaton Group (10.68%)	
Wartość przedsiębiorstwa (mln PLN)	339	Cena docelowa	216.00	Strona internetowa:	www.xtpl.com.pl



Zmiana kursu w PLN	12M	6M	3M	1M
	170.9%	70.5%	27.6%	-12.0%

Analyst:

Piotr Bogusz

+48 22 257 5755

Piotr.Bogusz@erstegroup.com

Postępująca komercjalizacja produktów i perspektywa dynamicznego skalowania biznesu

Rozpoczynamy rekomendowanie spółki XTPL z zaleceniem Kupuj oraz ceną docelową na poziomie 216 PLN.

XTPL ma ekspozycję m.in. na dynamicznie rosnący rynek wyświetlaczy OLED, rynek zaawansowanych układów scalonych oraz rynek zaawansowanych płytek PCB. Spółka zakończyła fazę rozwoju technologii i obecnie skupia się na komercjalizacji oferowanych rozwiązań poprzez sprzedaż urządzeń DPS (ang. Delta Printing System) oraz nanotuszy. Oczekujemy, że wdrożenie przemysłowe oferowanej technologii może zagwarantować skokowy wzrost przychodów w kolejnych latach. Spółka prowadzi obecnie 9 projektów wdrożeń przemysłowych, z czego trzy projekty są na zaawansowanym etapie. Oczekujemy, że pierwsze wdrożenie przemysłowe będzie miało miejsce w 2024 roku, a kolejne dwa w latach 2025-26. W 2Q'23 XTPL z sukcesem przeprowadziło emisję akcji jednocześnie zabezpieczając środki na inwestycje (szacowane 60 mln PLN) potrzebne do skalowania biznesu i osiągnięcia wyznaczonych celów na 2026 rok (100 mln PLN przychodów). Biorąc pod uwagę ilość prowadzonych projektów wdrożeń przemysłowych oraz bardzo dobre parametry jakościowe technologii XTPL w porównaniu z konkurencją, uważamy że spółka będzie w stanie zrealizować założony przez zarząd cel przychodowy. W naszych prognozach zakładamy istotny wzrost kosztów działalności spółki w latach 2024-26, co będzie miało związek z intensyfikacją działań mających na celu komercjalizację technologii XTPL.

Czynniki ryzyka

1. **Niepowodzenie w projektach wdrożenia przemysłowego technologii UPD** (ang. Ultra Precise Deposition) lub znacznie mniejsza liczba wdrożeń przemysłowych niż zakładane istotnie mogą przełożyć się na wyniki generowane przez spółkę w przyszłości oraz na realizację założonych celów. Należy mieć na uwadze, że w projektach wdrożeń przemysłowych technologia XTPL podlega ciągłej ewaluacji i nie ma gwarancji zakończenia takich projektów z sukcesem.
2. **Umocnienie się PLN względem innych walut** może negatywnie wpłynąć na wysokość rozpoznawalnego przychodu. Spółka ponosi dużą część swoich kosztów w PLN, natomiast większość sprzedaży jest generowana w walutach obcych (głównie EUR i USD).
3. **Ryzyko związane z otoczeniem makroekonomicznym.** XTPL planuje rozpocząć sprzedaż produktów i świadczenie usług przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych, Azji i Europie Zachodniej. Pogorszenie się otoczenia makroekonomicznego może wpłynąć na ograniczenie skłonności do konsumpcji i inwestycji. Może to wpływać na osiągnięte przez spółkę wyniki oraz na realizację strategii rozwoju.
4. **Ryzyko związane z rozwojem nowych technologii.** Istnieje ryzyko, że w przypadku zmiany aktualnych trendów rynkowych, XTPL będzie zmuszone do poszukania nowych zastosowań technologii poza obszarem uważanym za core business lub do poniesienia dodatkowych nakładów na dotychczasowe rozwiązania celem zwiększenia ich konkurencyjności. XTPL nie może również wykluczyć, że w przyszłości zostanie opracowana nowa technologia, w obliczu której rozwiązania proponowane przez XTPL przestaną być atrakcyjne dla potencjalnych odbiorców.
5. **Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym.** XTPL działa na dynamicznie rosnącym rynku nowoczesnych technologii. Na rynku tym działalność prowadzi szereg podmiotów dysponujących znacznie większym doświadczeniem oraz zasobami kapitałowymi niż XTPL. Ze względu na dużą dynamikę rynku istnieje ryzyko pojawienia się nowego podmiotu, którego oferta będzie bardziej innowacyjna od oferty XTPL. Obecnie, XTPL nie są znane rozwiązania, które pod względem technicznym oferowałyby lepsze parametry ultraprecyzyjnego druku nanomateriałów.

Wycena

Nasza wycena XTPL jest oparta w pełni na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Wycena porównawcza jest przedstawiona wyłącznie w celach prezentacyjnych. Naszym zdaniem trudno jest znaleźć podmioty o podobnym profile biznesowym oraz w podobnej fazie rozwoju co XTPL. Uwzględniając nasze prognozy, wyznaczamy 12 miesięczną cenę docelową na poziomie 216 PLN za akcję, 33% powyżej obecnej wyceny rynkowej, co implikuje rekomendację kupuj.

	Waga	Cena
Wycena porównawcza	0%	52.4
Wycena DCF	100%	216.0
	12M cena docelowa na akcję (PLN)	216.0

Źródło: Erste Group Research

Wycena porównawcza:

W wycenie porównawczej dobraliśmy spółki działające w szeroko pojętej branży elektroniki użytkowej. Zwracamy uwagę, że żadna ze spółek nie jest w podobnej fazie rozwoju co XTPL. Wszystkie wybrane podmioty mają znacznie większą skalę biznesu niż XTPL.

Wycena porównawcza

	Mcap (mln USD)	P/E			EV/EBITDA		
		2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
KLA Corporation	66 513	21.6	18.6	16.5	17.0	15.0	13.3
ASML Holding	265 664	31.5	27.9	21.1	25.5	22.2	17.3
Lam Research	88 295	24.2	18.7	15.6	19.5	15.3	12.9
ASM International	22 965	32.9	30.1	24.7	25.6	21.7	17.4
Applied Materials	121 649	18.4	18.5	16.4	14.9	15.1	13.3
Entegris	14 585	37.7	27.1	20.0	19.0	15.9	13.1
Axcelis Technologies	5 658	24.5	21.4	18.7	19.4	15.4	12.7
Amkor Technology	6 649	17.8	12.4	12.3	5.9	4.6	4.2
Tokyo Electron Limited	67 639	31.8	23.6	19.3	20.7	15.9	13.1
Median: Total		24.5	21.4	18.7	19.4	15.4	13.1
Implikowana wartość na akcję		-5.5	28.4	82.2	22.9	52.7	103.9
Waga		17%	17%	17%	17%	17%	17%
Premia/dyskonto		0%					
Wartość firmy na akcję (PLN)		47.4					
12m wartość firmy na akcję (PLN)		52.4					

Źródło: Bloomberg, Erste Group Research

Wycena DCF:

- 5-cio letni okres prognozy
- Stopa wolna od ryzyka 5.5% (rentowności 10-letnich obligacji skarbowych)
- W wycenie bierzemy dług netto z końca 2023 roku skorygowany o środki z emisji netto. W wycenie DCF nie uwzględniamy FCFF z 2023 roku
- Wzrost FCF po okresie prognozy 2,5%
- Liczba akcji uwzględnia akcje wyemitowane w 2Q'23.

Szacunki WACC

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.0%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.0%
Koszt długu	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.0%
Efektywna stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po opodatkowaniu	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	4.9%
Udział kapitału w wycenie	91%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	10.1%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.0%

Wycena DCF

(mln PLN)	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
<i>Wzrost sprzedaży r/r</i>	47.7%	61.9%	75.9%	93.0%	29.6%	2.5%
EBIT	-0.2	3.8	12.6	37.6	55.2	56.7
<i>marża EBIT</i>	-1.0%	12.4%	23.3%	36.2%	40.9%	41.0%
<i>Stopa podatkowa</i>	0.0%	0.0%	10.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Opodatkowanie EBIT	0.0	0.0	-1.3	-7.1	-10.5	-10.8
NOPLAT	-0.2	3.8	11.3	30.5	44.7	45.9
+ Amortyzacja	1.2	1.8	2.6	3.6	4.3	4.8
CAPEX / Amortyzacja	259.6%	259.6%	222.5%	190.7%	95.3%	95.3%
Zmiana w kapitale obrotowym	-0.1	-0.3	-0.5	-1.1	-0.7	-0.5
<i>Zmiana w kapitale obrotowym / zmiana sprzedaży</i>	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-14.5%
- CAPEX	-3.0	-4.8	-5.8	-6.9	-4.1	-4.6
FCFF	-2.2	0.6	7.6	26.0	44.2	45.6
<i>Wzrost FCFF po okresie prognozy</i>						2.5%
Wartość rezydualna (TV)						623.7
Zdyskontowana wartość rezydualna	-2.0	0.5	5.7	17.5	26.9	380.1
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	430.7					
Udziałowcy mniejszościowi	0.0					
Aktywa nieoperacyjne	0.0					
Dług netto	-34.2					
Inne	0.0					
Wartość firmy	464.9					
Liczba akcji (mln)	2.3					
Koszt kapitału	10.5%					
12M cena docelowa na akcję (PLN)	216.0					
Bieżąca cena akcji (PLN)	162.0					
<i>Potencjał wzrostu / spadku</i>	33.3%					



Źródło: Erste Group Research

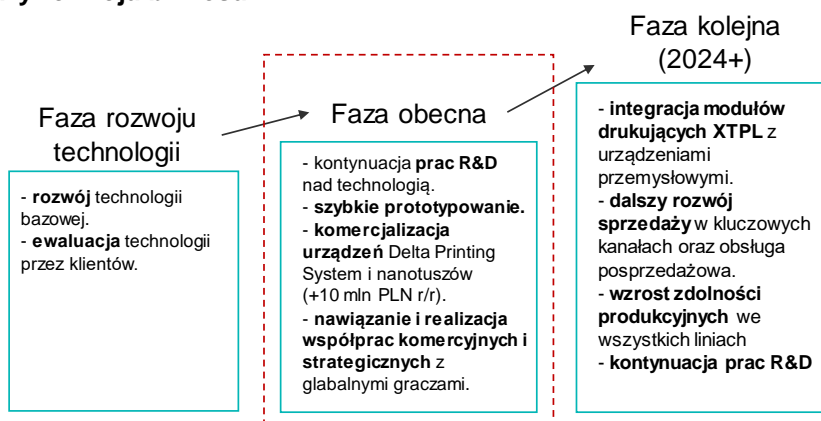
		marża EBIT				
		35.0%	38.0%	41.0%	44.0%	47.0%
WACC	9.5%	196.0	210.0	223.0	237.0	250.0
	10.0%	193.0	206.0	219.0	233.0	246.0
	10.5%	190.0	203.0	216.0	229.0	242.0
	11.0%	187.0	200.0	212.0	225.0	238.0
	11.5%	184.0	196.0	209.0	221.0	234.0
		Wzrost FCFF po okresie prognozy				
		1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
WACC	9.5%	199.0	210.0	223.0	238.0	254.0
	10.0%	196.0	207.0	219.0	234.0	250.0
	10.5%	193.0	203.0	216.0	230.0	246.0
	11.0%	190.0	200.0	212.0	226.0	242.0
	11.5%	187.0	197.0	209.0	222.0	238.0

XTPL – Model biznesowy

XTPL to międzynarodowa firma, która rozwija się na rynku elektroniki drukowanej i dostarcza innowacyjną technologię globalnym producentom. Spółka została założona w 2015 roku, a w 2016 roku złożyła pierwszy wniosek patentowy. Technologia ta umożliwia efektywną produkcję urządzeń nowej generacji.

XTPL stara się komercjalizować posiadaną technologię UDP (Ultra Precise Deposition) poprzez przyspieszenie sprzedaży drukarek do klientów (głównie ośrodki badawcze i uniwersytety) oraz prowadzenie projektów wdrożeń przemysłowych (najbardziej istotna część biznesu pod względem kształtowania się przychodów w kolejnych okresach). Spółka zakończyła fazę start-up działalności (faza rozwoju technologii) i obecnie rozpoczęła komercjalizację oferowanych rozwiązań prowadząc jednocześnie dalsze prace nad rozwojem technologii. W obecnej fazie oprócz bieżącej sprzedaży urządzeń, prowadzone są projekty z zewnętrznymi partnerami, których celem jest prezentacja zastosowań opracowanej technologii, a finalnie wdrożenie przemysłowe.

Fazy rozwoju biznesu XTPL



Na koniec Q1'23 prowadzonych było 9 projektów przynajmniej na 2 etapie, który spółka określa jako Ewaluacja technologii / prace rozwojowe po stronie XTPL. Dwa z wymienionych projektów są w 3 etapie (walidacja technologii u Partnera), a jeden w 4 etapie (projektowanie narzędzia do prototypowania). Powodzenie w poszczególnych etapach wdrożeń przemysłowych nie gwarantuje wdrożenia przemysłowego, niemniej znaczne zaawansowanie poszczególnych projektów zwiększa szanse na komercjalizację części z nich w 2024 roku. Dodatkowo pewnym sygnałem potwierdzającym skuteczność technologii oferowanej przez XTPL jest wybranie jej przez firmę z Wielkiej Piątki z branży ICT (ang. Information Communication Technologies) po zrobieniu ewaluacji jakości konkurencyjnych rozwiązań (rozwiązanie XTPL uzyskało znacznie lepsze parametry jakościowe).

Pipeline prowadzonych projektów wdrożeń przemysłowych

	PROJEKT	BRANŻA I KRAJ	PARTNER / UŻYTKOWNIK KOŃCOWY	ETAP 0 Rozwój technologii bazowej w XTPL	ETAP 1 Wstępny kontrakt i identyfikacja potrzeb	ETAP 2 Ewaluacja technologii / prace rozwojowe po stronie XTPL	ETAP 3 Walidacja technologii u Partnera	ETAP 4 Narzędzie do prototypowania	ETAP 5 Wdrożenie przemysłowe
WYŚWIETLACZE	OLED 1,0 μm Naprawa połączeń metalicznych (ODR)	FPD Korea Południowa	Czołowy producent elektroniki użytkowej						
	TE-OLED	FPD Chiny	Producent komponentów elektronicznych				wstępne rozmowy		
	Naprawa połączeń w wyświetlaczach microLED	FPD Chiny	Dostawca infrastruktury teleinformatycznej i inteligentnych urządzeń						
	Interconnect Depo	FPD USA	Międzynarodowa spółka technologiczna				wstępne rozmowy		
	microLED CCL	FPD USA	Czołowy producent układów półprzewodnikowych						
PÓLPRZEWODNIKI	WLP Precision Cia Fill	Semicon Tajwan	Światowy producent półprzewodników						
	Drukowanie RDL o wysokiej rozdzielczości	Semicon Chiny	Dostawca infrastruktury teleinformatycznej i inteligentnych urządzeń						
	Prototypowanie połączeń układów scalonych	Semicon USA	Producent mikrokontrolerów i układów scalonych						
PCB	Metallic ink	PBC EMEA	Nano Dimansion						

Źródło: dane Spółki, Erste Group Research

Potencjalne udane pierwsze wdrożenie przemysłowe będzie potwierdzeniem skuteczności technologii spółki i powinno wpłynąć na zainteresowanie oferowaną technologią przez inne podmioty komercyjne. Zgodnie z opublikowanymi celami, spółka chce do 2026 roku zwiększyć przychody do około 100 mln PLN.

Spółka planuje zainwestować 60 mln PLN do 2026 roku (36 mln PLN pozyskane z emisji akcji w Q2'23, a pozostała część to finansowanie dłużne oraz własne środki) w celu zwiększenia potencjału produkcyjnego, sprzedażowego oraz w zakresie obszaru B+R.

Najważniejsze projekty wdrożeniowe

W obszarze wyświetlaczy od końca 2022 roku trwają prace z HB Technology nad zastosowaniem technologii XTPL u końcowego klienta do wykorzystania w wyświetlaczach nowej generacji o ultra-wysokiej rozdzielczości, w tym typu micro OLED display. Klientem końcowym jest wiodący producent wyświetlaczy FPD (ang. Flat Panel Display) z Korei Płd. Decyzja Partnera poprzedzona jest ok. 24 miesięcznym okresem walidacji rozwiązania XTPL. W 1H'23 dostarczone zostało kolejne urządzenie XTPL do walidacji technologii na poziomie R&D do HB Technology w celu dostosowania do potrzeb końcowego klienta.

Najważniejsze z prowadzonych projektów wdrożeń przemysłowych

	PROJEKT	BRANŻA I KRAJ	PARTNER / UŻYTKOWNIK KOŃCOWY	ETAP 0 Rozwój technologii bazowej w XTPL	ETAP 1 Wstępny kontrakt i identyfikacja potrzeb	ETAP 2 Ewaluacja technologii / prace rozwojowe po stronie XTPL	ETAP 3 Walidacja technologii u Partnera	ETAP 4 Narzędzie do prototypowania	ETAP 5 Wdrożenie przemysłowe
	OLED 1,0 μm Naprawa połączeń metalicznych (ODR)	FPD Korea Południowa	Czołowy producent elektroniki użytkowej						
	WLP Precision Cia Fill	Semicon Tajwan	Światowy producent półprzewodników						
	Metallic ink	PBC EMEA	Nano Dimension						

Źródło: dane Spółki, Erste Group Research

W **obszarze półprzewodników** najważniejszy projekt jest realizowany dla Partnera z Tajwanu. Od 2H'22 jest realizowane zamówienie w postaci modułu drukującego do zabudowania prototypu przemysłowego urządzenia do zastosowań w obszarze zaawansowanego mikromontażu (advanced packaging). Partnerem jest globalny producent specjalistycznego sprzętu do produkcji elementów półprzewodnikowych z Tajwanu. Decyzja partnera została poprzedzona 18-sto miesięcznym procesem w ramach 3. Etapów ewaluacji rozwiązań technologicznych XTPL przy współpracy z Partnerem w Tajwanie (producent sprzętu) i Klientem końcowym w Tajwanie – wiodącym producentem półprzewodników na świecie.

W **obszarze płytek PCB** najważniejszy projekt jest realizowany z Nano Dimension. Współpraca prowadzona od początku 2022 roku ma na celu opracowanie specjalnej formuły tuszu przewodzącego do zastosowań w elektronice wytwarzania addytywnego (AME) dla urządzeń produkowanych i dostarczanych przez Partnera przemysłowego. Opracowywane rozwiązania mają na celu zapewnić wysoką przewodność produktom Nano Dimension skoncentrowanym na rynkach AME. Do marca 2023 zrealizowana 3 etapy fazy technologicznej i uruchomiono 3 transze płytowości. Z końcem marca 2023 zrealizowano kluczowe elementy 4 etapu i uruchomiono kolejną transzę płytowości.

Oferowane urządzenia

Moduł drukujący EPSILON do integracji przemysłowej. Rozwijana przez XTPL linia produktowa EPSILON stanowi modularne urządzenia do dyspenzingu UPD przeznaczone do integracji z systemami przemysłowymi, dzięki czemu integratorzy przemysłowi i klienci końcowi mogą korzystać z możliwości drukowania struktur funkcjonalnych o wysokiej rozdzielczości i gęstości upakowania. Te moduły drukujące z kompatybilnymi nanotuszami pozwalają na ultraprecyzyjne tworzenie linii przewodzących na wybranym podłożu technologicznym w aplikacjach nisko i wielkoseryjnych. Poza znacznym zainteresowaniem rynku odnośnie ewaluacji rozwiązania typu EPSILON, XTPL prowadzi zaawansowane rozmowy w zakresie komercjalizacji rozwiązań modułów EPSILON z trzema globalnymi producentami elektroniki użytkowej (w Europie, Korei Południowej i USA) oraz czterema integratorami przemysłowymi i producentami maszyn przemysłowych (na Tajwanie, w Korei Południowej i USA).

Moduł drukujący Epsilon



Delta Printing System to samodzielny system badawczo-rozwojowy i prototypowy, który umożliwia sprawdzenie możliwości technologii UPD opracowanej przez XTPL na różnych podłożach i z użyciem nanotuszków dostarczonych przez XTPL. Zadaniem urządzenia jest również promocja technologii XTPL wśród światowych liderów opinii branży wysokich

technologii – w tym wśród najlepszych ośrodków akademickich, naukowych oraz instytutów R&D producentów elektroniki. Komercjalizacja Delta Printing System rozpoczęła się na przełomie 2020 i 2021.



Sieć dystrybucji

Spółka prowadzi dystrybucję swoich urządzeń za pośrednictwem własnych punktów oraz pośredników na poszczególnych rynkach. Obecnie prowadzona jest współpraca z 5 dystrybutorami:

- **Bandi Consortia – Korea Płd.** – partner oficjalnie reprezentuje XTPL i wspiera wprowadzanie technologii XTPL w branży wyświetlaczy FPD (ang. Flat Panel Display) i półprzewodników.
- **YI XIN – Chiny i Hong Kong** – dystrybutor posiada bogatą sieć relacji z największymi chińskimi instytucjami badawczymi i producentami przemysłowymi z branży wyświetlaczy, paneli dotykowych i półprzewodników.
- **Semitronics – UK i Irlandia** – Wprowadzenie technologii na rynek Wielkiej Brytanii i Irlandii z zamiarem coraz szerszego zastosowania wśród podmiotów. zwiększenie świadomości i rozpoznawalności innowacyjnych rozwiązań.
- **Merconics – Niemcy, Francja, Austria, Szwajcaria** – wsparcie dla rozwiązań XTPL w kilku krajach, dystrybutor działający w obszarze zaawansowanego sprzętu produkcyjnego dla półprzewodników z portfolio marek tj. Bruker, Veeco, NovaCentrix czy Oprotec.
- **Vertex – Indie** - firma specjalizująca się w dostarczaniu rozwiązań technologicznych dla przemysłu wyświetlaczy, półprzewodników i organicznych ogniw PV.

Zasięg działalności XTPL



Źródło: dane Spółki, Erste Group Research

Metoda ultraprecyzyjnej depozycji a inne technologie dostępne na rynku

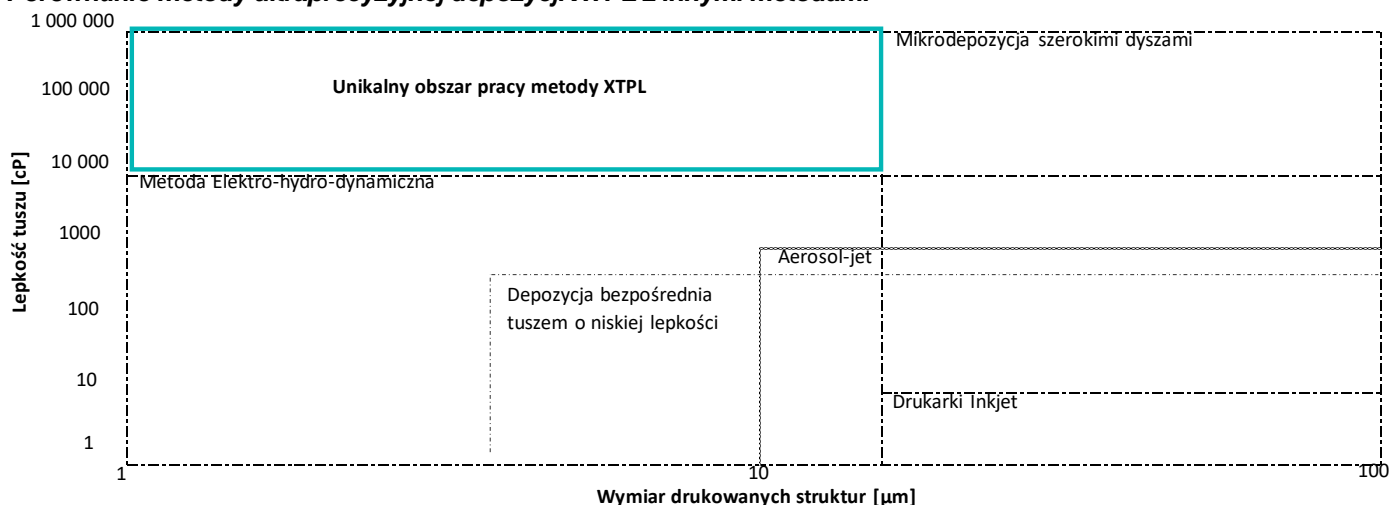
Technologia XTPL wyróżnia się na tle innych metod addytywnych w zakresie lepkości i rozmiarów struktur (brak konkurencyjnych metod na rynku). Metody addytywne mają przewagę nad metodami subtraktywnymi pod względem:

- aplikacji (bardziej precyzyjna aplikacja, brak konieczności usuwania zbędnego materiału)
- efektywności (jest mniej czasochłonna oraz materiałochłonna)
- wpływu na środowisko (brak konieczności stosowania silnie żrących roztworów).
- Możliwości aplikacji (możliwość aplikacji na większość podłoży w metodzie addytywnej, w tym zakrzywione powierzchnie vs. jedynie płaskie podłoże w metodzie subtraktywnej)

Metoda ultraprecyzyjnej depozycji (UPD – ang. Ultra-precise deposition) opracowana przez XTPL oferuje m. in.:

- możliwość drukowania z materiałów o wysokiej lepkości przy małych rozmiarach struktur,
- możliwość drukowania na bardzo różnorodnych materiałach
- pokrywanie złożonych topografii podłoży za pomocą pojedynczej ciągłej ścieżki przewodzącej
- druk w bardzo wysokiej rozdzielczości praktycznie na każdym podłożu (płaskim lub zakrzywionym)

Porównanie metody ultraprecyzyjnej depozycji XTPL z innymi metodami



Źródło: dane Spółki, Erste Group Research

Rozwiązania oferowane przez spółkę podlegają ochronie patentowej.

Na koniec Q1'23 spółka posiadała 7 przyznanych patentów, a zgłoszonych było 26 trwających procesów patentowych. Patenty obejmują m.in.: proces UPD; nanotusz (patenty zabezpieczające różne formułacje nanotuszu); oprogramowanie; pola aplikacyjne (patenty opisujące rozwiązania konkretnych problemów z wykorzystaniem metody UPD); charakteryzacja i kontrola jakości (patenty związane z charakteryzacją i kontrolą jakości wybranych elementów głowicy drukującej).

Technologia daje ekspozycję na dynamicznie rosnące branże

Technologia oferowana przez XTPL ma wiele zastosowań do producentów zaawansowanej elektroniki. Obecnie komercjalizowane są rozwiązania dla następujących branż:

- Wyświetlacze OLED (wartość rynku 48,8 mld USD w 2023 roku; oczekiwany wzrost 22.6% CAGR 2023-30; źródło Contrive Datum Insights) – technologia powinna pozwalać klientom m.in. na: naprawę przerwanym struktur przewodzących zwiększenie wydajności produkcyjnej (zmniejszenie odrzutów); zwiększenie rozdzielczości; rozwój wyświetlaczy na giętkich podłożach; dalszą miniaturyzację.
- Zaawansowane układy scalone (wartość rynku 14.1 mld USD w 2023 roku; oczekiwany wzrost 8.5% CAGR 2023-27; źródło: ReportLinker) – technologia powinna pozwalać klientom m.in. na: precyzyjne łączenie układów mikroelektronicznych z PCB (ang. Printed Circuit Board); zmniejszenie wymiarów wyprowadzeń i połączeń elektronicznych układu scalonego; poprawa wydajności poprzez efektywne odprowadzenie ciepła z układu scalonego.
- Zaawansowane płytki PCB (wartość rynku 8.2 mld USD w 2023 roku; oczekiwany wzrost 5.5% CAGR 2023-28; źródło: IMARC Group) – technologia powinna pozwalać klientom m.in. na: maksymalne zagęszczanie struktur przewodzących; dalszą miniaturyzację; efektywny kosztowo i skalowalny proces produkcyjny.

XTPL eksploruje również potencjał do zastosowania swojej technologii w innych branżach oraz na innych polach aplikacyjnych.

Otoczenie rynkowe

W 2021 roku wartość branży elektroniki drukowanej wyniosła 47,1 mld USD (+14,5% r/r), a w 2025 roku prognozowana jest na poziomie 63,3 mld USD (za: IDTechEx). Oznacza to średnioroczny wzrost wartości rynku w latach 2020-2025 na poziomie 9,0%. Według analiz rynkowych, CAGR branży urządzeń elektronicznych do prototypowania, do których zaliczają się m.in. urządzenia prototypujące DPS Spółki, ma wynieść ok. 31% w latach 2021-2031 (za: Transparency Market Research). Globalna roczna sprzedaż systemów do prowadzenia prac B+R oraz szybkiego prototypowania i produkcji małoseryjnej dla branży elektroniki drukowanej wynosi ok. 250-500 szt. rocznie, przy cenie ok. 50-500 tys. EUR za sztukę.

Pozyskany kapitał i planowane inwestycje

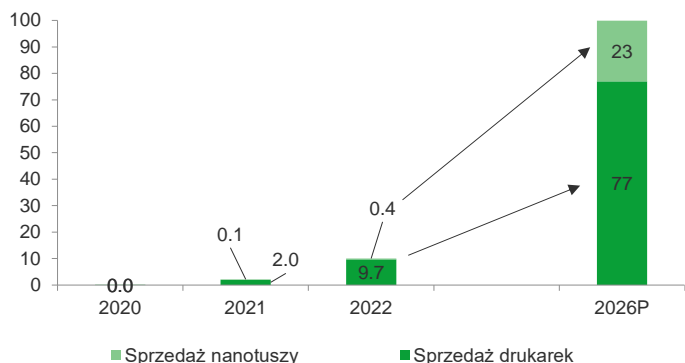
Spółka planuje zainwestować 60 mln PLN do 2026 roku, z czego około 34.6 mln PLN zostało pozyskane z emisji akcji (36.6 mln PLN wpływu z emisji 275 tys. akcji na okaziciela pomniejszone o około 2 mln PLN kosztów emisji), a pozostała część to finansowanie dłużne, granty oraz własne środki. W kolejnych latach środki mają zostać zainwestowane w kluczowe obszary biznesowe jak sprzedaż (udział 43% w planowanej inwestycji), produkcja (udział 35%) oraz R&D (udział 22%). Szacowane przez spółkę inwestycje obejmują zarówno opex (dodatkowe zatrudnienie wraz ze wzrostem skali) jak i capex (m.in. inwestycje w rozbudowę mocy produkcyjnych).

Planowana redystrybucja inwestycji do 2026 roku

	Opis	Udział % / kwotowy
Sprzedaż	- wsparcie działu sprzedaży i marketingu - 3 centra sprzedażowe za granicą w kluczowych lokalizacjach wraz z wyposażeniem produktami XTPL	43% / ok. 26 mln PLN
Produkcja	- 3-4 krotny wzrost zdolności produkcyjnych w liniach biznesowych DPS i nanotusz - zwiększenie zdolności produkcyjnych modułów przemysłowych do ok. 100 szt./rok	35% / ok. 21 mln PLN
R&D	- kontynuacja prac nad rozwojem istniejących produktów - prace nad nowymi produktami	22% / ok. 13 mln PLN

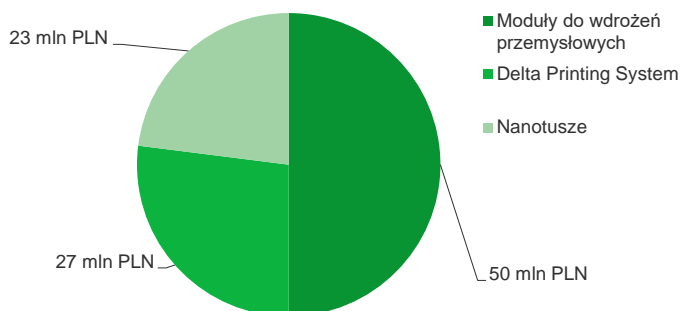
Celem biznesowym spółki jest wypracowanie 100 mln PLN przychodów ze sprzedaży produktów i usług w 2026 roku. Gros z zakładanych przez spółkę przychodów (około 50%) powinno pochodzić ze sprzedaży modułów do sprzedaży przemysłowych (zakładana sprzedaż około 100 sztuk modułów z tytułu przejścia do wdrożeń przemysłowych z 3-4 partnerami biznesowymi; na koniec Q1'23 3 projekty z partnerami były w zaawansowanej fazie). Pozostałe 50% zakładanych przychodów w 2026 roku powinno pochodzić ze sprzedaży Delta Printing System (27% zakładanych przychodów w 2026 roku 3-krotne zwiększenie sprzedaży ze względu na liczne szanse sprzedażowe w lejku sprzedaży) oraz sprzedaż Nanotusz (23% zakładanych przychodów w 2026 roku; zakładane 4-krotne zwiększenie mocy produkcyjnych).

Przychody ze sprzedaży drukarek oraz nanotuszy



Źródło: dane Spółki, Erste Group Research

Szacowana dekompozycja przychodów w 2026 roku

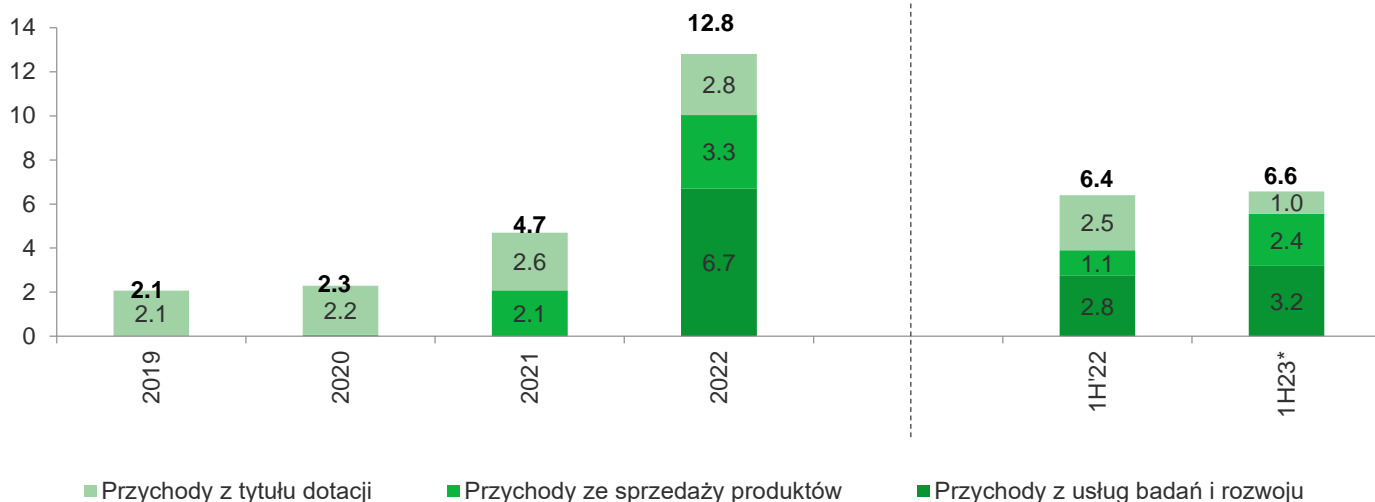


Źródło: dane Spółki, Erste Group Research

Przychody ze sprzedaży produktów i usług

Głównymi źródłami przychodów spółki w 2023 roku są badania i rozwój oraz sprzedaż produktów, która ze względu na komercjalizację urządzeń ma coraz większy udział w przychodach. Stabilne źródło przychodów stanowią dotacje, które zgodnie z naszymi założeniami spółka będzie otrzymywała również w kolejnych okresach. W 2022 roku zyskały na istotności przychody z tytułu usług badań i rozwoju, co jest kontynuowane w 2023 roku i wynika z większego zaawansowania prac na projektami z zewnętrznymi partnerami (obecnie prowadzonych jest 9 projektów z partnerami komercyjnymi). Przychody spółki w 1H'23 (uwzględniamy wstępne dane o przychodach za Q2'23) odnotowały nieznaczny wzrost y/y (mniejsza wartość dotacji skompensowana przez wzrost przychodów z tytułu R&D). Spółka zakontraktowała sprzedaż znacznie większej liczby urządzeń DPS w 1H'23 y/y, co wraz z kolejnymi umowami powinno pozytywnie wpłynąć na dynamikę przychodów y/y w 2023 roku.

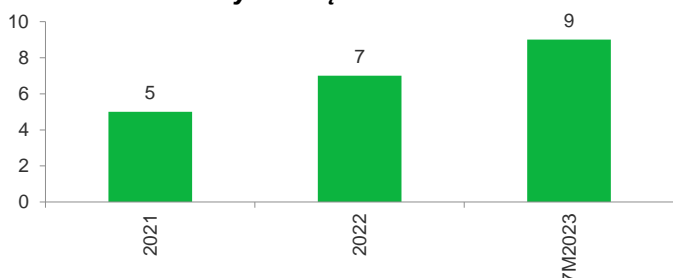
Dekompozycja przychodów w latach 2019-23



Źródło: dane Spółki, Erste Group Research; *zgodnie ze wstępnymi danymi

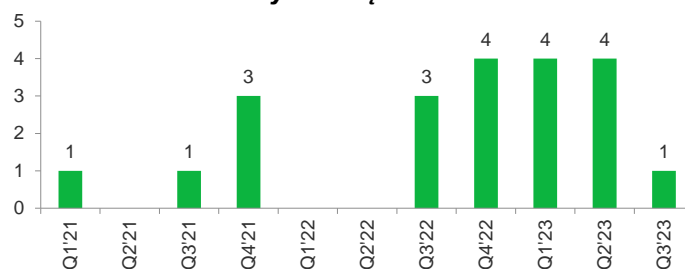
Komercjalizacja urządzeń DPS komercjalizacja postępuje stopniowo. Zakup urządzenia poprzedzają liczne testy – HB Technology (firma z Korei Południowej) podejmowała decyzję o zakupie ponad 30 miesięcy. Biorąc pod uwagę coraz dłuższy okres od rozpoczęcia komercjalizacji produktów oraz atrakcyjny lejek sprzedażowy, oczekujemy że sprzedaż drukarek powinna przyspieszyć w 2023 roku (potwierdzają to dane za 7 miesięcy).

Ilość zakontraktowanych urządzeń DPS rocznie



Źródło: dane Spółki, Erste Group Research

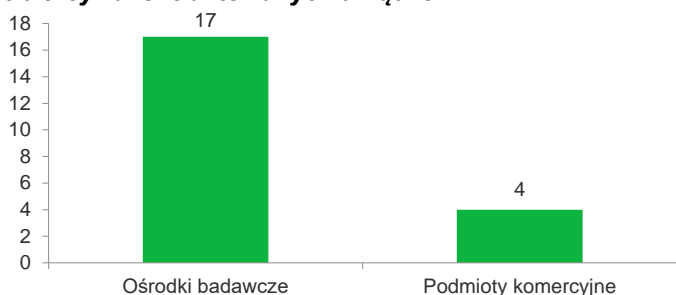
Ilość zakontraktowanych urządzeń DPS kwartalnie



Źródło: dane Spółki, Erste Group Research

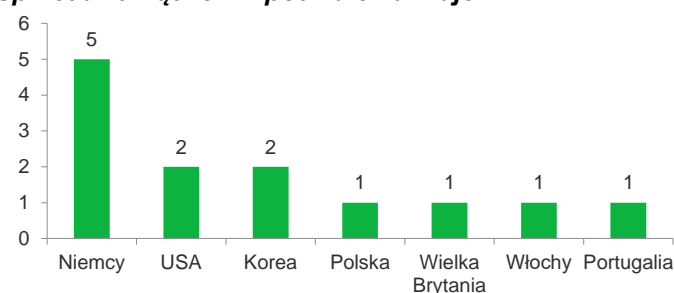
Zwracamy uwagę, że w początkowej fazie komercjalizacji (okres 2021-Q2'22) drukarki były wyłącznie sprzedawane do uniwersytetów i ośrodków badawczych. Pierwsza sprzedaż do podmiotu biznesowego nastąpiła w Q3'22 (HB Technology z Południowej Korei), a do lipca 2023 roku 4 z 21 urządzeń zostało sprzedanych do podmiotów biznesowych (w tym dwa do HB Technology). Biorąc pod uwagę sprzedaż drukarek w latach 2021-23, najwięcej urządzeń trafiło do Chin (8 urządzeń) a następnie do Niemiec (5 urządzeń).

Odbiorcy zakontraktowanych urządzeń



Źródło: dane Spółki, Erste Group Research

Sprzedaż urządzeń w podziale na kraje

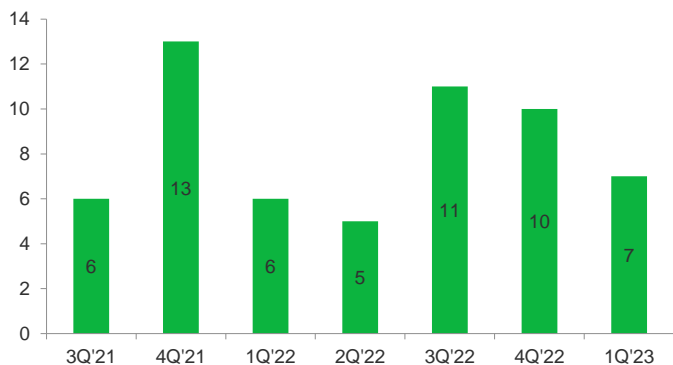


Źródło: dane Spółki, Erste Group Research

Istotnym czynnikiem kształtującym sprzedaż w kolejnych okresach będzie postęp w projektach komercyjnych, z których 3 są w zaawansowanej fazie. Potencjalne wdrożenie przemysłowe powinno przełożyć się na skokowy wzrost sprzedaży urządzeń Epsilon, co napędziłoby wolumeny sprzedaży. Szacujemy, że ze względu na mniejszą złożoność Epsilon niż Delta Printing System, cena urządzenia powinna zawierać się w przedziale 90-100 tys. EUR vs. 170-200 tys. EUR zakładane dla urządzenia DPS.

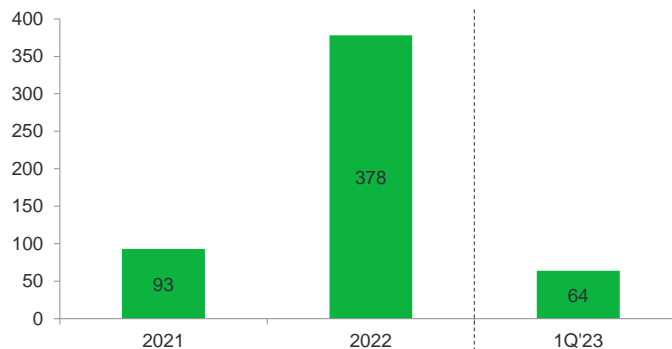
Nanotusze obecnie stanowią niski udział w całkowitej sprzedaży XTPL. Liczba zamówień na nanotusze jest mocno skorelowana z ilością sprzedanych urządzeń DPS. Dalsza sprzedaż urządzeń DPS oraz rozpoczęcie wdrożeń przemysłowych powinno pozytywnie wpłynąć na przychody generowane w tym kanale sprzedaży.

Ilość zamówień na nanotusze kwartalnie



Źródło: dane Spółki, Erste Group Research

Sprzedaż nanotuszy (tys. PLN)



Źródło: dane Spółki, Erste Group Research

Dotacje stanowią coraz niższy udział w sprzedaży wraz z rozwojem sprzedaży produktów i usług oferowanych przez XTPL. Obecnie spółka realizuje 3 projekty dofinansowywane ze środków publicznych, a jeden projekt został zakończony z końcem 2Q'23 (projekt z NCBiR „Innowacyjna technologia precyzyjnej depozycji siatek przewodzących do zastosowań w wyświetlaczach OLED nowej generacji” na kwotę 11.7 mln PLN). Obecnie realizowane projekty to:

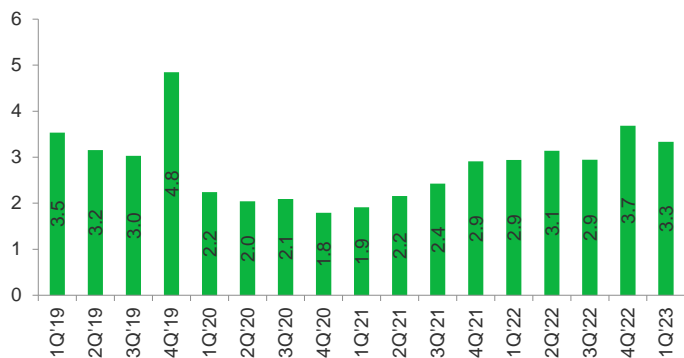
1. Dotacja z NCBiR na 7.7 mln PLN (łącznie wartość projektu 11.6 mln PLN); okres trwania 1 października 2020 do 30 września 2023.
2. Dotacja z Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości na 0.4 mln PLN (łącznie wartość projektu 0.9 mln PLN); okres trwania od 18 stycznia 2018 do 31 grudnia 2023.
3. Dotacja z Komisji Europejskiej na 0.4 mln EUR (budżet XTPL to 0.4 mln EUR, łącznie wartość projektu to 4.3 mln EUR); okres trwania od 1 września 2022 do 31 sierpnia 2024.

Oczekujemy, że ze względu na innowacyjny charakter działalności spółki, XTPL powinno pozyskiwać kolejne dotacje na prowadzone projekty. Nie zakładamy jednak wzrostu wartości dotacji względem wartości historycznych.

Analiza kosztów

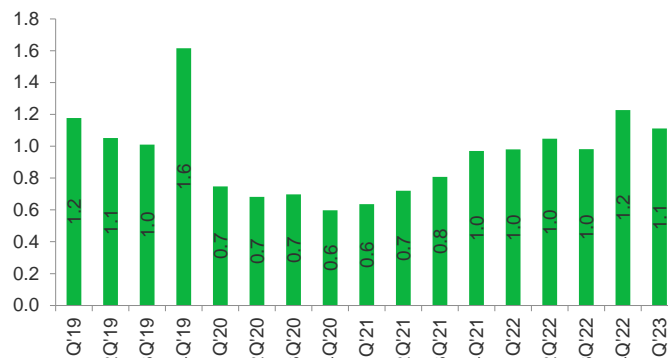
Koszty zarządu (G&A) oraz koszty badań i rozwoju (R&D) skorygowane o wpływ programu motywacyjnego w ostatnich kwartałach rosną wraz ze wzrostem skali biznesu, rozpoczęciem komercjalizacji produktów oraz zwiększeniem aktywności marketingowo-sprzedażowej po okresie pandemii. W kolejnych kwartałach miesięczne koszty wyrażone jako koszty R&D i G&A oczyszczone o koszty programu motywacyjnego powinny nadal rosnąć – zwłaszcza przy założeniu bardziej intensywnej komercjalizacji produktów oraz wchodzenie poszczególnych projektów realizowanych z klientami w fazę wdrożeń produkcyjnych.

Łączne koszty (koszty R&D, koszty zarządu) skorygowane o program motywacyjny



Źródło: dane Spółki, Erste Group Research

Łączne miesięczne koszty (koszty R&D, koszty zarządu) skorygowane o program motywacyjny



Źródło: dane Spółki, Erste Group Research

Z racji tego, że spółka działała w obecnych latach w trybie start-up i rozpoczęła komercjalizację produktów od 2021 roku, struktura kosztowa pozostawała relatywnie bez zmian w ostatnich latach. Inwestycje w środki trwałe oraz w wartości niematerialne spowodowały wzrost amortyzacji w 2022 roku. Wzrost skali działalności oraz inwestycje w dalszy rozwój firmy wpływają na wzrost kosztów zużycia surowców i materiałów, wzrost kosztów usług obcych (prowinie od sprzedaży, zatrudnienie dodatkowych specjalistów) oraz wzrost kosztów świadczeń pracowniczych (wzrost zatrudnienia oraz uwzględnienie kosztów programu motywacyjnego).

Koszty w ujęciu rodzajowym

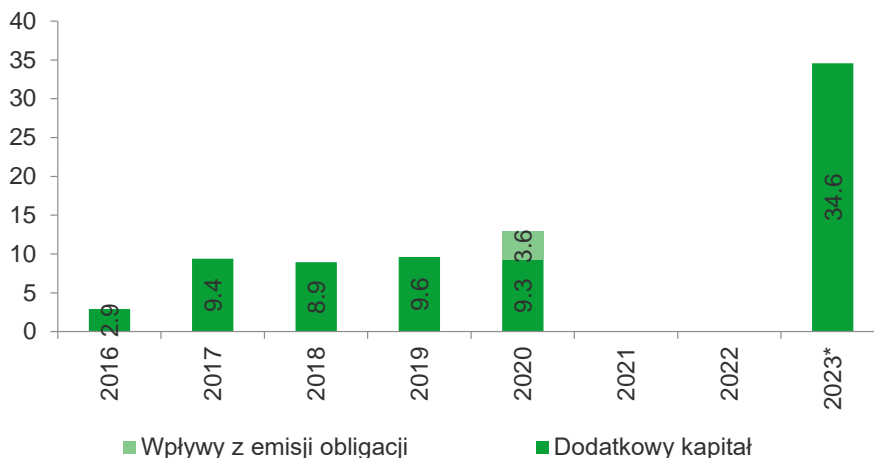
(mln PLN)	2019	2020	2021	2022
Amortyzacja, z tego	0.6	0.7	0.6	1.0
- amortyzacja środków trwałych	0.4	0.3	0.4	0.6
- amortyzacja wartości niematerialnych	0.2	0.1	0.2	0.4
Zużycie surowców i materiałów	1.0	0.7	1.9	2.9
Usługi obce	5.3	3.7	3.8	4.6
Koszty świadczeń pracowniczych	18.5	5.7	4.9	6.4
Podatki i opłaty	0.1	0.1	0.1	0.2
Pozostałe koszty rodzajowe	0.7	0.2	0.2	0.6

Źródło: dane Spółki, Erste Group Research

Zabezpieczone finansowanie pod przyszłe działania

Od początku działalności XTPL finansuje się głównie przez emisje akcji (łącznie wpływ 40 mln PLN w latach 2016-20). W 2020 roku spółka zdecydowała się na emisję obligacji imiennych serii A zamiennych na akcje serii U spółki (łącna wartość obligacji to 3.6 mln PLN). W wyniku podjętych rozmów z obligatariuszami w lipcu 2022 roku, umorzono obligacje o wartości 0.2 mln PLN (2,993 obligacji serii A), a dla pozostałych obligacji o wartości 3.4 mln PLN wydłużono termin wykupu z 30 lipca 2022 roku do 30 stycznia 2024 oraz podwyższono oprocentowanie z 2% do 5% w skali roku.

Wpływy gotówkowe z tytułu podwyższenia kapitału oraz emisji obligacji w latach 2016-23



Źródło: dane Spółki, Erste Group Research; *wpływy z emisji pomniejszone o koszty emisji w wysokości 2 mln PLN

Na koniec Q1'23 spółka posiadała 3.7 mln PLN w gotówce i depozytach bankowych. W Q2'23 przeprowadzona została emisja 275 tys. akcji po cenie 133 PLN za akcje (łącznie wartość 36.6 mln PLN, koszt emisji 2 mln PLN). Biorąc pod uwagę emisję akcji oraz szacowaną stratę netto spółka powinna posiadać około 40 mln PLN środków pieniężnych na koniec 2Q'23. Taki poziom środków powinien zagwarantować swobodę w utrzymaniu płynności finansowej oraz w realizowaniu inwestycji we wzrost skali biznesu zaplanowanych na okres 2023-26 (w finansowaniu inwestycji uwzględniane są również środki generowane z działalności operacyjnej oraz wpływy z dotacji).

Program motywacyjny

W kwietniu 2019 roku został uchwalony program motywacyjny Na podstawie uchwały w sprawie programu, zostało dokonane warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego emisją nie więcej niż 182.622 akcji zwykłych na okaziciela serii R o wartości nominalnej 0,10 PLN każda. Akcje Serii R będą mogły być obejmowane przez posiadaczy imiennych warrantów subskrypcyjnych serii A emitowanych w liczbie nie wyższej niż 182.622 po cenie 165,84 PLN. Program motywacyjny obejmuje lata 2019-2021. Uczestnicy programu będą mieli prawo wykonania warrantów nie później niż do dnia 23 kwietnia 2029 roku.

W dniu 31 marca 2022 przyznano pracownikom i współpracownikom XTPL prawo do nabycia 22.105 akcji oraz 50.000 warrantów subskrypcyjnych. Wycena przyznanych instrumentów finansowych w 2022 roku wynosi 1.149 tys. zł i została ujęta w danych finansowych za 2022 rok. Od 2019 roku do końca 2022 roku koszty programu motywacyjnego wyniosły łącznie 16.2 mln PLN.

Prognoza na 2Q'23

Spółka opublikuje swoje wyniki za 2Q'23 dnia 20 września 2023 roku prawdopodobnie po zamknięciu sesji giełdowej. Zgodnie z opublikowanymi przez spółkę wstępnymi danymi, zakładamy 3 mln PLN przychodów w 2Q'23, co jest poziomem niższym k/k oraz r/r. Koszty badań i rozwoju zakładamy na podobnym poziomie k/k i nieznacznie niższym r/r. Wzrost aktywności po stronie sprzedażowej powinien wpłynąć za

zwiększenie kosztów ogólnego zarządu. Zakładamy delikatnie dodatnie saldo na działalności finansowej k/k.

Podsumowując, zakładamy gorszy wynik netto k/k i r/r ze względu na niższą sprzedaż (niższe przychody z tytułu dotacji r/r) **oraz rosnące koszty** w związku z inwestycjami we wzrost sprzedaży. Zwracamy uwagę, że duża ilość zamówień na urządzenia DPS w 1H'23 powinna mieć pozytywny wpływ na przychody rozpoznawane w 2H'23.

Prognoza wyników na 2Q'23

RZIS (mln PLN)	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	Y/Y	Q/Q
Przychody ze sprzedaży	3.2	3.7	4.3	3.6	3.0	-6%	-16%
Produkty i usługi	2.0	3.7	3.4	3.0	2.6	27%	-13%
Dotacje	1.1	0.1	0.9	0.6	0.4	-65%	-34%
Koszt własny sprzedaży	1.5	1.5	1.9	1.8	1.9	26%	5%
Koszty badań i rozwoju	1.4	1.4	1.6	1.3	1.3	-6%	0%
Koszt własny sprzedanych produktów	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	859%	19%
Zysk brutto na sprzedaży	1.7	2.2	2.4	1.8	1.1	-33%	-37%
Koszty ogólnego zarządu	1.7	1.6	2.1	2.0	2.4	39%	20%
Pozostała działalność operacyjna	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
EBITDA	0.2	0.9	0.6	0.1	-1.0		
EBIT	0.0	0.6	0.3	-0.2	-1.3		
Działalność finansowa	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	0.1		
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	0.0	0.5	0.1	-0.3	-1.2		
Podatek dochodowy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
Zysk (strata) netto	0.0	0.5	0.1	-0.3	-1.2		

Źródło: dane Spółki, Erste Group Research

Prognozy finansowe

W naszych prognozach finansowych zakładamy zrealizowanie sprzedaży w okolicach celu zarządu na poziomie 100 mln PLN w 2026 roku. Zakładamy dalszą skuteczną komercjalizację sprzedaży urządzeń Delta Printing System w kolejnych latach oraz rozpoczęcie wdrożenia przemysłowego w jednym z projektów w 2024 roku oraz kolejne wdrożenia w 2025 roku, co powinno przełożyć się na skokowy wzrost sprzedaży urządzeń Epsilon.

Sprzedaż urządzeń DPS szacujemy na podstawie założenia dotyczącego zafakturowanych urządzeń w danym okresie oraz średniej ceny urządzenia. Zakładamy, że średnia wartość urządzenia DPS będzie nieznacznie rosła w kolejnych latach m.in. ze względu na dodawanie nowych funkcjonalności. Dla urządzeń Epsilon zakładamy, że cena za urządzenie wyniesie około 0.93 mln EUR w 2024 roku i utrzyma się na podobnym poziomie w kolejnych latach. Sprzedaż nanotuszy uzależniamy od ilości zamówień (kalkulowanych na podstawie kumulatywnej liczby sprzedanych urządzeń) oraz na podstawie średniej ceny zamówienia.

W okresie prognozy marża brutto na sprzedaży ulega zmniejszeniu ze względu na zakładana coraz wyższa sprzedaż urządzeń Epsilon, na sprzedaży których zakładamy niższą rentowność na poziomie około 50% (uwzględniamy prowizję dla pośrednika przy wdrożeniach przemysłowych).

Wraz z rozwojem skali biznesu oraz inwestycjami m.in. we wzrost sprzedaży, zakładamy zwiększenie się całkowitych miesięcznych kosztów (uwzględniają koszty badań i rozwoju oraz koszty ogólnego zarządu) z 1.3 mln PLN w 2023 roku do 2.1 mln PLN w 2025 roku.

Prognozy finansowe

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	4.7	12.8	18.9	30.6	53.9
<i>zmiana r/r (%)</i>	105%	173%	48%	62%	76%
Badania i rozwój	0.0	6.7	6.8	6.9	7.0
Delta Printing System	2.0	3.0	9.8	16.5	22.7
Epsilon	0.0	0.0	0.0	4.1	16.1
Nanotusze	0.1	0.4	0.5	1.2	6.1
Dotacje	2.6	2.8	1.8	1.9	2.0
Koszt własny sprzedaży	4.8	6.8	8.6	12.7	21.5
Badania i rozwój	4.3	6.1	6.2	6.3	6.3
Koszt własny sprzedanych produktów	0.5	0.8	2.4	6.4	15.2
Żysk brutto na sprzedaży	-0.1	6.0	10.3	18.0	32.4
<i>marża (%)</i>	-1.7%	46.7%	54.4%	58.7%	60.1%
Koszty ogólnego zarządu	6.3	7.8	10.5	14.2	19.8
EBIT	-6.4	-1.8	-0.2	3.8	12.6
<i>marża (%)</i>	-135%	-14%	-1%	12%	23%
EBITDA	-5.7	-0.8	1.0	5.7	15.2
<i>marża (%)</i>					
Saldo na działalności finansowej	-0.3	-0.3	-0.3	0.0	0.0
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	-6.6	-2.1	-0.5	3.8	12.5
Podatek dochodowy	0.0	0.0	0.0	0.7	2.4
Zysk (strata) netto	-6.6	-2.1	-0.5	3.1	10.1
<i>marża (%)</i>	-139.8%	-16.7%	-2.7%	10.0%	18.8%
Zakładana zafakturowana sprzedaż urządzeń DPS (szt.)	2	3	11	14	20
<i>zmiana r/r (%)</i>		50%	267%	27%	43%
Zakładana cena urządzenia DPS (mln EUR)	0.218	0.211	0.200	0.206	0.212
<i>zmiana r/r (%)</i>		-3%	-5%	3%	3%
Zakładana sprzedaż urządzeń Epsilon (szt.)				10	40
<i>zmiana r/r (%)</i>					300%
Zakładana cena urządzenia Epsilon (mln EUR)				0.09	0.09
<i>zmiana r/r (%)</i>					-3%
Liczba zamówień Nanotuszy	20	38	47	105	522
<i>zmiana r/r (%)</i>		90%	24%	124%	395%
Zakładana średnia wartość zamówienia	4.65	9.95	10.35	11.07	11.77
<i>zmiana r/r (%)</i>		114%	4%	7%	6%

Źródło: dane Spółki, Erste Group Research

Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
PLN mn	2020-12-30	2021-12-30	2022-12-30	2023-12-31	2024-12-30	2025-12-30
Przychody ze sprzedaży	2.29	4.70	12.82	18.93	30.65	53.90
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	2.83	4.78	6.83	8.62	12.66	21.49
Zysk brutto ze sprzedaży	-0.53	-0.08	5.99	10.31	17.99	32.41
Koszty sprzedaży i administracyjne	7.69	6.27	7.78	10.50	14.17	19.84
Pozostałe przychody z uwzględnieniem rewaluacji	0.20	0.07	0.00	0.00	0.00	0.00
Pozostałe koszty z uwzględnieniem rewaluacji	0.51	0.03	0.01	0.00	0.00	0.00
Zysk operacyjny powiększony o amortyzację EBITDA	-8.13	-5.74	-0.80	0.96	5.66	15.16
Amortyzacja	0.40	0.59	1.00	1.15	1.85	2.59
Zysk operacyjny - EBIT	-8.53	-6.32	-1.80	-0.19	3.81	12.57
Przychody i koszty finansowe	-0.05	-0.25	-0.32	-0.32	-0.04	-0.04
Pozostałe przychody/koszty	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zysk przed opodatkowaniem	-8.58	-6.57	-2.12	-0.51	3.77	12.53
Podatek dochodowy	0.00	0.00	0.02	0.00	0.72	2.38
Wynik na działalności niekontynuowanej	-8.58	-6.57	-2.14	-0.51	3.05	10.15
Zyski przypadające na udziały niekontrolujące	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zysk przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	-8.58	-6.57	-2.14	-0.51	3.05	10.15

Skonsolidowany bilans	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
PLN mn	2020-12-30	2021-12-30	2022-12-30	2023-12-31	2024-12-30	2025-12-30
Rzeczowe aktywa trwałe z uwzględnieniem nieruchomości inwestycyjnych	0.99	2.62	4.30	6.14	9.09	12.26
Wartości niematerialne	2.87	2.78	3.44	3.44	3.44	3.44
Pozostałe aktywa trwałe	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04
Razem aktywa trwałe	3.89	5.43	7.78	9.62	12.57	15.74
Zapasy	0.09	0.56	0.95	1.40	2.27	3.99
Należności	0.00	1.37	0.79	1.16	1.88	3.31
Inne aktywa obrotowe	0.56	0.61	1.98	1.98	1.98	1.98
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	10.48	4.58	6.01	38.10	34.54	40.98
Razem aktywa obrotowe	11.14	7.12	9.73	42.64	40.67	50.26
RAZEM AKTYWA	15.03	12.55	17.51	52.26	53.24	66.00
Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	10.39	4.98	3.98	38.04	41.10	51.24
Udziały niekontrolujące	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	3.20	0.24	3.57	3.57	0.17	0.17
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Depozyty otrzymane	0	0	0	0	0	0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	0.00	1.37	2.87	2.87	2.87	2.87
Razem zobowiązania długoterminowe	3.20	1.62	6.45	6.45	3.05	3.05
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	0.32	3.38	0.34	0.34	0.34	0.34
Zobowiązania handlowe	0.40	1.12	1.44	2.13	3.45	6.06
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	0.72	1.45	5.31	5.31	5.31	5.31
Razem zobowiązania krótkoterminowe	1.44	5.95	7.09	7.77	9.09	11.71
RAZEM ZOBOWIĄZANIA I KAPITAŁ WŁASNY	15.03	12.55	17.51	52.26	53.24	66.00

Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
PLN mn	2020-12-30	2021-12-30	2022-12-30	2023-12-31	2024-12-30	2025-12-30
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	-5.77	-3.80	4.72	0.50	4.63	12.20
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-0.82	-1.62	-2.44	-3.00	-4.80	-5.75
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	12.85	-0.47	-0.83	34.58	-3.40	0.00
ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH	6.27	-5.90	1.46	32.09	-3.56	6.45

Marże i wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Wzrost przychodów rdr	11.2%	105.0%	172.6%	47.7%	61.9%	75.9%
Marża EBITDA	-354.3%	-122.0%	-6.2%	5.1%	18.5%	28.1%
Marża EBIT	-371.8%	-134.4%	-14.1%	-1.0%	12.4%	23.3%
Marża zysku netto	-374.0%	-139.8%	-16.7%	-2.7%	10.0%	18.8%
ROE	-99.2%	-85.5%	-47.7%	-2.4%	-7.7%	22.0%
ROA	-57.1%	-52.4%	-12.2%	-1.0%	5.7%	15.4%
Wskaźnik kapitału własnego	69.1%	40%	23%	73%	77%	78%
Dług netto	-6.97	-0.96	-2.10	-34.19	-34.03	-40.47
Dług netto do aktywów ogółem	-0.46	-0.08	-0.12	-0.65	-0.64	-0.61
Dług netto do kapitałów własnych	-0.67	-0.19	-0.53	-0.90	-0.83	-0.79

źródło: dane Spółki, Erste Securities Polska

Zastrzeżenia prawne

Niniejsza rekomendacja („Dokument”) została przygotowana przez Erste Securities Polska S.A., spółkę zależną od Erste Group Bank AG (razem ze skonsolidowanymi spółkami zależnymi „Erste Group”) niezależnie i obiektywnie w celu dostarczenia dodatkowych informacji ekonomicznych o analizowanej spółce lub spółkach („Spółka lub Spółki”). Spółka XTPL została objęta niniejszą rekomendacją w ramach Programu Wsparcia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie („Program”). **Program zakłada, że za objęcie pokryciem analitycznym XTPL, Erste Securities Polska S.A. otrzyma wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie. W powyższym zakresie Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przysługują jako zamawiającemu autorskie prawa majątkowe do raportu.** Dokument sporządzony został w oparciu o możliwie najlepszy stan wiedzy analityka Erste Group odpowiedzialnego za sporządzenie Dokumentu na datę jego wydania i może podlegać okresowym zmianom bez powiadomienia. Dokument ma na celu jedynie do dostarczenia niewiążących informacji i nie stanowi doradztwa inwestycyjnego ani osobistej rekomendacji inwestycyjnej. Niniejszy Dokument nie stanowi ani nie tworzy części oferty i nie powinien być interpretowany jako oferta, zalecenie lub zaproszenie do subskrypcji lub nabycia jakichkolwiek papierów wartościowych, zarówno niniejszy Dokument, lub cokolwiek co zostało w nim zawarte nie stanowią podstawy lub zachęty do zawarcia jakiejkolwiek umowy lub włączenia papierów wartościowych lub produktu finansowego do strategii inwestycyjnej. Wszystkie informacje, analizy i wnioski przedstawione w niniejszym dokumencie mają charakter ogólny. Niniejszy dokument nie ma na celu dostarczenia wyczerpującego przeglądu jakichkolwiek inwestycji, potencjalnych ryzyk i spodziewanych wyników, jak również nie uwzględnia indywidualnych potrzeb inwestora („Inwestor”) w odniesieniu do pożytków, aspektów podatkowych, świadomości ryzyka i adekwatności papieru wartościowego lub produktu finansowego. W związku z tym niniejszy Dokument nie zastępuje jakiejkolwiek oceny związanej z inwestorem i inwestycjami ani żadnych kompleksowych ujawnień dotyczących ryzyka; każdy papier wartościowy lub produkt finansowy ma inny poziom ryzyka. Publikacje wyników i przykładowe obliczenia nie stanowią żadnych wskazań dotyczących przyszłych wyników papierów wartościowych lub produktu finansowego. Informacje o wynikach osiągniętych w przeszłości niekoniecznie gwarantują pozytywne wyniki w przyszłości, a inwestycje w papiery wartościowe lub produkty finansowe związane są z ryzykiem i mogą być przedmiotem spekulacji. Im słabsza jest zdolność kredytowa Spółki, tym większe będzie ryzyko inwestycji. Nie każda inwestycja jest odpowiednia dla każdego inwestora. Dlatego Inwestorzy powinni skonsultować się ze swoimi doradcami (w szczególności doradcami prawnymi i podatkowymi) przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej, aby upewnić się, że - niezależnie od informacji zawartych w niniejszym dokumencie - zamierzony zakup papieru wartościowego lub produktu finansowego jest odpowiedni do potrzeb i zamiaru Inwestora. Inwestor zrozumiał wszystkie ryzyka i po należytej analizie Inwestor doszedł do wniosku, że jest w stanie udźwignąć ekonomiczny rezultat takiej inwestycji. Zaleca się, aby inwestorzy zwrócili uwagę na informacje przekazywane klientom zgodnie austriacką ustawą o nadzorze nad papierami wartościowymi z 2018 r. oraz zgodnie z polską ustawą o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r., z późniejszymi zmianami. Badania inwestycyjne są opracowywane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group w ramach przewidzianych przez obowiązujące przepisy prawa. Opinie zawarte w analizach dotyczących instrumentów udziałowych i dłużnych mogą się różnić. Inwestorzy inwestujący w instrumenty udziałowe mogą mieć różne interesy w porównaniu z inwestorami inwestującymi w instrumenty dłużne tego samego emitenta. Analityk nie ma żadnych uprawnień do składania jakichkolwiek oświadczeń lub gwarancji w imieniu analizowanej Spółki, Erste Group lub jakiejkolwiek innej osoby. Chociaż dołożono wszelkich uzasadnionych starań, aby zapewnić, że podane tu fakty są dokładne i że prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumencie są uczciwe i rozsądne, Erste Group (w tym jej przedstawiciele i pracownicy) nie udziela, wyrażnie lub domniemanie, żadnej gwarancji, ani nie przyjmuje na siebie odpowiedzialność za aktualność, kompletność i poprawność treści niniejszego Dokumentu. Ani Erste Group, ani żaden z jej poszczególnych dyrektorów zarządzających, członków rady nadzorczej, członków zarządu, dyrektorów, lub innych pracowników nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek koszty, straty lub szkody (w tym późniejsze szkody, szkody pośrednie i utracone korzyści) w jakkolwiek sposób wynikające z polegania na tym dokumencie lub wykorzystania tego dokumentu. Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą, w zakresie dozwolonym przez prawo, posiadać pozycję w papierach wartościowych (lub opcjach, warrantach lub prawach do papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych) analizowanej Spółki.

Ponadto Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą oferować Spółce usługi inwestycyjne lub mogą sprawować funkcje zarządcze w Spółce. Niniejszy dokument został opracowany zgodnie z prawem polskim, obowiązującym na terytorium Rzeczypospolitej Polski. Przekazywanie tego dokumentu, jak również marketing produktów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie są ograniczone lub zabronione w niektórych jurysdykcjach. Dotyczy to w szczególności Stanów Zjednoczonych, Kanady, Szwajcarii, Australii, Korei i Japonii. W szczególności niniejszy dokument, ani żadna jego kopia nie mogą być pobierane, przesyłane lub rozpowszechniane, bezpośrednio lub pośrednio w Stanów Zjednoczonych lub osobom z USA (zgodnie z definicją w amerykańskiej Ustawie o papierach wartościowych z 1933 r., z późniejszymi zmianami), chyba że obowiązujące przepisy prawa Stanów Zjednoczonych lub niektórych stanów federalnych USA przewidują odpowiednie zwolnienia. Jakiegokolwiek nieprzestrzeganie tych ograniczeń może stanowić naruszenie praw tego rodzaju jurysdykcji. Osoby otrzymujące ten dokument są zobowiązane do zapoznania się z wszelkimi tego rodzaju ograniczeniami i do ich przestrzegania. Akceptując niniejszy dokument obiorca zgadza się przestrzegać powyższych ograniczeń i przestrzegać obowiązujących przepisów. Dalsze informacje mogą być dostarczone przez Erste Group na żądanie. Niniejszy dokument oraz informacje, analizy, komentarze i wnioski zawarte w niniejszym dokumencie są materiałem chronionym prawem autorskim.

Erste Group zastrzega sobie prawo do zmiany wszelkich opinii i informacji zawartych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez wcześniejszego powiadomienia. Erste Group zastrzega sobie ponadto prawo do nie aktualizowania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym dokumencie lub do całkowitego zaprzestania aktualizacji. Wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie są niewiążące. Istnieje możliwość wystąpienia błędów drukarskich i błędów przedruku.

Jeśli jedna z klauzul zawartych w niniejszym oświadczeniu zostanie uznana za niezgodną z prawem, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna, klauzula musi być traktowana w jak największym możliwym stopniu jako oddzielna klauzula w stosunku do

innych klauzul przewidzianych w niniejszym oświadczeniu. W każdym przypadku niedozwolona, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna klauzula nie wpływa na legalność, możliwość zastosowania lub wykonalność innych klauzul.

Ważne Ujawnienia

NINIEJSZY DOKUMENT NIE MOŻE BYĆ PRZEKAZYWANY, PRZESYŁANY LUB ROZPOWSZECHNIANY W STANACH ZJEDNOCZONYCH, KANADZIE, SZWAJCARII, AUSTRALII, KOREA LUB JAPONII LUB DO JAKIEJKOLWIEK TZW. US PERSON, LUB JAKIEJKOLWIEK OSOBY FIZYCZNEJ POZA KANADĄ, AUSTRALIĄ, SZWAJCARIĄ, KOREĄ LUB JAPONIĄ, KTÓR JEST REZYDENTEM STANÓW ZJEDNOCZONYCH, KANADY, SZWAJCARII, AUSTRALII, KOREI LUB JAPONII ALBO PRASIE W TYCH KRAJACH.

Ogólne ujawnienia

Wszystkie rekomendacje wydane przez Erste Group Research są niezależne, obiektywne i oparte na najnowszych informacjach o Spółce, branży i innych ogólnych publicznie dostępnych informacjach, które Erste Group Research uważa za wiarygodne; jednakże nie gwarantujemy ani nie przyjmujemy żadnej odpowiedzialności za kompletność lub dokładności takich informacji lub naszych rekomendacji. W celu uniknięcia błędów i / lub zniekształceń staramy się dochować należytej staranności i rzetelności. Spółka lub inne wewnętrzne działy Erste Group nie mają wpływu na rating lub cenę docelową rekomendacji. Każda rekomendacja opracowywana przez analityka jest weryfikowana przez pracownika wyższego szczebla z działu analiz lub uzgadniana z analitykiem wyższego szczebla / jego zastępcą (zasada 4 oczu). Erste Group wdrożyło obszernie zasady compliance dotyczące transakcji osobistych analityków (patrz „Konflikty interesów”). Analitycy nie mogą angażować się w jakąkolwiek odpłatną działalność związaną ze spółkami objętymi pokryciem analitycznym, chyba że zostało to odpowiednio ujawnione. Żadna część wynagrodzenia analityków nie była, nie jest lub nie będzie bezpośrednio lub pośrednio związana z konkretnymi rekomendacjami lub opiniami wyrażonymi przez nich w niniejszym dokumencie. Erste Group może angażować się w transakcje instrumentami finansowymi, zawierającymi na rachunek własny lub w inny sposób, które są sprzeczne z poglądami przyjętym w niniejszym raporcie analitycznym. Ponadto inne osoby należące do Erste Group, w tym stratedzy i pracownicy działu sprzedaży, mogą wyrażać poglądy niezgodne z poglądami przyjętymi w niniejszym raporcie analitycznym.

Konflikty interesów

Ujawnienia dotyczące potencjalnych konfliktów interesów związanych z Erste Group Bank AG, jej podmiotami powiązаныmi lub oddziałami oraz odpowiednimi przedstawicielami i pracownikami w odniesieniu do emitentów, instrumentów finansowych i / lub papierów wartościowych będących przedmiotem niniejszego dokumentu są aktualizowane codziennie.

Aby zapoznać się z przeglądem konfliktów interesów dla wszystkich analizowanych spółek przez Erste Group w ramach Equity Research, proszę kliknąć następujący link:

<https://www.erstegroup.com/de/disclosure>

Erste Group Bank AG zapewnia wewnętrzną polityką, że konflikty interesów są zarządzane w uczciwy sposób. Polityka „Zarządzania konfliktem interesów w związku z badaniami inwestycyjnymi” znajduje się pod następującym linkiem:

https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Umgang_mit_Interessenskonflikten/index.phtml

Dystrybucja wszystkich rekomendacji oraz dystrybucja rekomendacji, w odniesieniu do których świadczone były usługi inwestycyjne, jest dostępna pod następującym linkiem:

https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Recommendations_Distribution/index.phtml

Wszystkie ujawnienia dotyczące konfliktów interesów, mające zastosowanie do niniejszej publikacji, zachowują swoją ważność w takim samym zakresie dla Erste Group Bank AG i Erste Securities Polska S.A.

Definicje ocen Erste Group

Kup	> +20% od ceny docelowej
Akumuluj	+10% < cena docelowa < +20%
Trzymaj	0% < cena docelowa < +10%
Redukuj	-10% < cena docelowa < 0%
Sprzedaj	< -10% od ceny docelowej

Nasze ceny docelowe są ustalane poprzez ustalenie wartości godziwej akcji, z uwzględnieniem dodatkowych czynników fundamentalnych i istotnych wiadomości dla ceny akcji (takich jak: fuzje i przejęcia, przyszłe istotne transakcje na akcjach, pozytywny / negatywny sentyment dla sektora/akcji, inne wiadomości) i odniesienie do przyszłych 12 miesięcy. Wszystkie rekomendacje należy rozumieć w odniesieniu do naszej bieżącej podstawowej wyceny akcji. Rekomendacje nie wskazują względnych zachowań kursu akcji w stosunku do benchmarku regionalnego lub sektorowego.

Historia wszystkich rekomendacji w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem:

<https://www.erstegroup.com/en/research/research-legal>

Wyjaśnienie parametrów wyceny i oceny ryzyka

O ile nie zaznaczono inaczej w treści raportu analitycznego, ceny docelowe w publikacji oparte są na wycenie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych i / lub porównaniu wskaźników wyceny z firmami postrzeganymi przez analityka jako porównywalne lub kombinacją obu metod. Wynik tej fundamentalnej wyceny jest korygowany, aby odzwierciedlić poglądy analityka na prawdopodobny przebieg nastrojów inwestorów. Niezależnie od zastosowanej metody wyceny istnieje znaczne ryzyko, że cena docelowa nie zostanie osiągnięta w oczekiwanych ramach czasowych. Czynniki ryzyka obejmują nieprzewidziane zmiany presji konkurencyjnej lub poziom popytu na produkty spółki. Takie zmiany popytu mogą wynikać ze zmian w technologii, ogólnego poziomu aktywności gospodarczej lub, w niektórych przypadkach, ze zmian wartości społecznych. Na wyceny mogą także wpływać zmiany w opodatkowaniu, kursach walut, nastrojach na rynku kapitałowym oraz przepisach regulacyjnych. Inwestowanie w rynki zagraniczne i instrumenty, takie jak ADR, może skutkować zwiększonym ryzykiem z powodu takich czynników, jak kursy wymiany, kontrola wymiany, opodatkowanie, warunki polityczne, gospodarcze i społeczne.

Wszystkie ceny rynkowe w tej publikacji są cenami zamknięcia poprzedniego dnia sesyjnego (chyba że w publikacji podano inaczej).

Szczegółowe informacje na temat wyceny i metodologii badań inwestycyjnych Erste Group Bank AG znajdują się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Bewertungsmethoden/index.phtml>

Planowana częstotliwość aktualizowania rekomendacji

Docelowe ceny dla poszczególnych akcji mają być cenami docelowymi przez 12 miesięcy, począwszy od daty publikacji. Ceny docelowe i rekomendacje są weryfikowane zazwyczaj po opublikowaniu raportów kwartalnych lub zawsze, gdy wymagają tego okoliczności.

Okresowe publikacje są identyfikowane przez ich odpowiednie nazwy produktowe, co samo w sobie wskazuje częstotliwość aktualizacji (np. raport kwartalny). Rekomendacje wymienione w tych publikacjach są aktualizowane zgodnie z częstotliwością, chyba że zaznaczono inaczej (np. 12M TP nie jest aktualizowana co miesiąc, nawet jeśli jest to wymienione w podsumowaniu produktu miesięcznego / kwartalnego).

Odnosniki

Erste Group może udostępniać hiperłącza do stron internetowych podmiotów wymienionych w tym dokumencie, jednak dołączenie linku nie oznacza, że Erste Group popiera, rekomenduje lub zatwierdza jakiegokolwiek materiały na połączonej stronie lub dostępne z niej. Erste Group nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie materiały, w szczególności za kompletność i dokładność, ani za jakiegokolwiek konsekwencje ich wykorzystania.

Dodatkowe uwagi dla czytelników w następujących krajach:

Austria: Erste Group Bank AG jest zarejestrowany w Rejestrze Handlowym w Sądzie Gospodarczym w Wiedniu pod numerem FN 33209m. Erste Group Bank AG jest autoryzowany i regulowany przez Europejski Bank Centralny (EBC) (Sonnemannstraße 22, D-60314 Frankfurt nad Menem, Niemcy) oraz przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) (Otto-Wagner Platz 5, A-1090, Wiedeń, Austria).

Niemcy: Erste Group Bank AG jest upoważniony do prowadzenia działalności inwestycyjnej w Niemczech przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) i podlega ograniczonemu nadzorowi Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Zjednoczone Królestwo (UK): Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Wielkiej Brytanii przez Financial Conduct Authority i Prudential Regulation Authority. Niniejszy dokument skierowany jest wyłącznie do uprawnionych kontrahentów i klientów profesjonalnych. Nie jest skierowany do klientów detalicznych. Żadne osoby inne niż uprawniony kontrahent lub klient profesjonalny nie powinny czytać ani polegać na żadnych informacjach w tym dokumencie. Erste Group Bank AG nie zajmuje się ani nie doradza ani nie oferuje w żaden inny sposób usług inwestycyjnych klientom detalicznym.

Republika Czeska: Česká spořitelna, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Czechach przez Narodowy Bank Czech (CNB).

Chorwacja: Erste Bank Croatia jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Chorwacji przez Chorwacką Agencję Nadzoru Usług Finansowych (HANFA).

Węgry: Erste Bank Hungary ZRT. i Erste Investment Hungary Ltd. są regulowane w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Węgrzech przez Węgierski Urząd Nadzoru Finansowego (PSZAF).

Serbia: Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Serbii przez Komisję Papierów Wartościowych Republiki Serbii (SCRS).

Rumunia: Banca Comercială Romana jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Rumunii przez rumuńską Narodową Komisję Papierów Wartościowych (CNVM).

Polska: Erste Securities Polska S.A. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Polsce przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF).

Słowacja: Slovenská sporiteľňa, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Słowacji przez Narodowy Bank Słowacji (NBS).

Szwajcaria: Niniejszy raport z badań nie stanowi prospektu emisyjnego ani podobnego komunikatu w związku z ofertą lub notowaniem papierów wartościowych w rozumieniu art. 652a, 752 i 1156 szwajcarskiego kodeksu zobowiązań oraz zasad notowań SWX Swiss Exchange.

Hong Kong: Ten dokument może być otrzymany w Hongkongu wyłącznie przez „profesjonalnych inwestorów” w rozumieniu Załącznika 1 do Rozporządzenia o papierach wartościowych i kontraktach terminowych na waluty (Cap.571) Hongkongu oraz wszelkich zasad w nim zawartych.

Wielka Brytania: Niniejszy dokument jest skierowany wyłącznie do inwestorów profesjonalnych (zgodnie z definicją tego terminu zawartą w art. 19(5) Ustawy o usługach i rynkach finansowych z 2000 r. (promocja finansowa) Rozporządzenie z 2005 r. ("FPO")) lub do osób, dla których jego dystrybucja byłaby w inny sposób zgodna z prawem. W związku z tym osoby, które nie mają profesjonalnego doświadczenia w kwestiach związanych z inwestycjami, nie powinny polegać na niniejszym dokumencie.

© Erste Group Bank AG oraz Erste Securities Polska S.A. 2023. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Opublikowano przez:

Erste Securities Polska S.A.
Departament Analiz
00-103 Warszawa, ul. Królewska 16
Siedziba: Warszawa
Krajowy Rejestr Sądowy (KRS): Numer 0000065121
Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy
Strona internetowa Erste Securities Polska S.A.: www.esp.pl

oraz:

Erste Group Bank AG
Group Research
1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1
Siedziba: Wiedeń
Nr Rejestru Handlowego: FN 33209m
Sąd Gospodarczy w Wiedniu
Strona internetowa Erste Group Bank AG: www.erstegroup.com