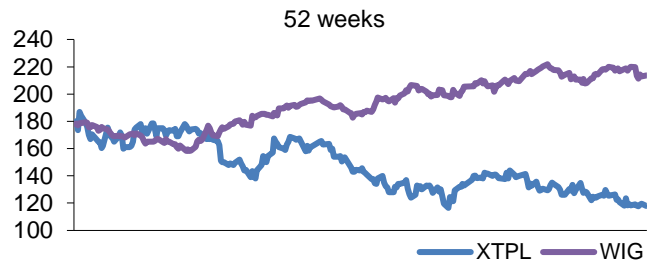


RAPORT AKTUALIZUJĄCY

# XTPL

Kupuj

(mln PLN)	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	15.5	11.9	36.5	101.0
EBITDA	-3.0	-18.7	1.1	23.8
EBIT	-4.8	-21.6	-1.9	20.7
Zysk netto dla jedn. dominującej	-4.9	-22.0	-1.9	20.7
Zysk na akcję (PLN)	-2.06	-9.37	-0.81	8.80
Zysk gotówkowy na akcję (PLN)	-1.28	-8.12	0.48	10.13
Wartość księgowa na akcję (PLN)	14.30	16.05	15.23	24.03
Dywidenda na akcję (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA (x)	-94.1	-12.5	211.4	9.2
P/E (x)	nm	nm	nm	12.3
P/CE (x)	-101.5	-13.3	227.4	10.7
Stopa dywidendy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu 19.12.2024				96.00
Liczba akcji (mln)				2.6
Wartość rynkowa (mln PLN)				254
Wartość przedsiębiorstwa (mln PLN)				233



Zmiana kursu	12M	6M	3M	1M
w PLN	-40.7%	-22.6%	-3.7%	-3.0%
Reuters	XTP.WA	Akcje w wolnym obrocie		49.0%
Bloomberg	XTP.PW	Akcjonariat: Deutsche Balaton Group (13.1%)		
Dzień dywidendy		Filip Granek (12.4%)		
<b>Cena docelowa</b>	<b>135.00</b>	Strona internetowa:		<a href="http://www.xtpl.com.pl">www.xtpl.com.pl</a>

**Analyst:**

Piotr Bogusz

+48 22 257 5755

Piotr.Bogusz@erstegroup.com

## W drodze do pierwszego wdrożenia przemysłowego

**Aktualizujemy naszą rekomendację pozostawiając zalecenie kupuj przy obniżonej cenie docelowej do 135 PLN.** Obniżamy naszą cenę docelową ze względu na przyjęcie bardziej konserwatywnych założeń odnośnie sprzedaży w latach 2024-25 (głównie zmniejszenie szacunków sprzedaży dla urządzeń DPS) oraz uwzględnienie wyższych kosztów operacyjnych. Uwzględniliśmy również wpływ ostatniej emisji akcji na sytuację finansową spółki

**Obniżenie prognoz dla 2024 roku.** XTPL sprzedało 7 urządzeń DPS w 9M'24, co jest wolniejszym tempem niż wcześniej zakładaliśmy, dlatego obniżamy naszą prognozę sprzedaży urządzeń w całym 2024 roku z 15 do 13 drukarek DPS. Tempo pozyskiwania zamówień przyspieszyło w końcówce Q3'24, niemniej łączna ilość zamówień do końca listopada jest zbyt niska do wypełnienia naszej wcześniejszej prognozy. Oczekujemy, że część zamówień zasilą wyniki 2025 roku. Jednocześnie uwzględniamy wyższe niż oczekiwane koszty operacyjne, które wynikają z inwestycji w skalowanie biznesu.

**Zabezpieczone finansowanie** na dalsze skalowanie biznesu dzięki pozyskaniu z emisji akcji 26 mln PLN netto w Q4'24. Zgodnie z naszymi prognozami, posiadane zasoby pieniężne, oczekiwane przychody ze sprzedaży urządzeń oraz oczekiwane pierwsze wdrożenie przemysłowe w 2025 roku powinny wystarczyć na realizację założeń wyznaczonych w strategii rozwoju do 2026 roku.

**Nowa linia produktowa.** W naszych prognozach uwzględniamy dodatkową sprzedaż urządzeń DPS+ oraz skorygowaliśmy założenia dotyczące sprzedaży urządzeń DPS i HPM (High Performance Materials) w kolejnych latach, co jest zgodne z informacjami zaprezentowanymi przez Zarząd XTPL.

## Czynniki ryzyka

- Ryzyko związane z finansowaniem bieżącej działalności.** Mając na celu realizację celów na 2026 rok wyznaczonych w ramach przyjętej strategii, XTPL dokonało wielu inwestycji mających na celu przygotowanie spółki do wzrostu skali działalności. Ma to bezpośrednie przełożenie na znacznie wyższy poziom kosztów operacyjnych XTPL. Powyższe ryzyko się zmaterializowało, a spółka pozyskała dodatkowe środki do kontynuacji działalności z emisji akcji. Biorąc pod uwagę posiadane zasoby finansowe oraz prognozowany poziom FCF w latach 2024-26E widzimy małe ryzyko konieczności pozyskiwania dodatkowego finansowania zewnętrznego w przyszłości.
- 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.
- 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).
- 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.
- 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.
- 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 niż 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 profilu biznesowym oraz w podobnej fazie rozwoju co XTPL. Uwzględniając nasze prognozy, wyznaczamy 12 miesięczną cenę docelową na poziomie 135 PLN za akcję, 41% powyżej obecnej wyceny rynkowej, co implikuje rekomendację kupuj.

	Waga	Cena
Wycena porównawcza	0%	81.0
Wycena DCF	100%	135.0
<b>12M cena docelowa na akcję (PLN)</b>		<b>135.0</b>

Źródło: Spółka, 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. W wyliczeniu wartości spółki na akcję uwzględniamy lata 2025-26, ponieważ w 2024 roku zgodnie z naszymi prognozami spółka odnotuje stratę na poziomie EBITDA/zysku netto.

	Mcap (mln USD)	P/E			EV/EBITDA		
		2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
KLA Corporation	84 372	27.1	20.8	19.6	20.4	16.6	15.6
ASML Holding	287 497	35.8	28.5	23.0	27.9	23.0	18.3
Lam Research	96 759	25.3	21.2	18.2	20.2	17.0	14.8
ASM International	28 791	42.5	31.8	25.7	27.6	21.6	17.3
Applied Materials	134 624	19.4	17.7	15.8	15.7	14.0	12.0
Entegris	15 437	34.6	27.0	21.0	20.6	17.4	14.3
Axcelis Technologies	2 307	12.1	13.9	11.1	8.0	9.2	n.a
Amkor Technology	6 301	18.4	13.8	10.1	5.8	4.7	3.8
Tokyo Electron Limited	70 382	31.8	20.8	18.9	20.9	14.3	12.8
Median: Total		27.1	20.8	18.9	20.4	16.6	14.5
Implikowana wartość na akcję		-225.6	-15.1	147.7	-135.7	13.8	143.4
Waga		0%	25%	25%	0%	25%	25%
Premia/dyskonto		0%					
Wartość firmy na akcję (PLN)		<b>72.5</b>					
<b>12m wartość firmy na akcję (PLN)</b>		<b>81.0</b>					

Źródło: Bloomberg, Erste Group Research

## Wycena DCF:

- 5-cio letni okres prognozy.
- Stopa wolna od ryzyka 5.75% (rentowności 10-letnich obligacji skarbowych)
- W wycenie bierzemy dług netto z końca 2024 roku. W wycenie DCF nie uwzględniamy FCFF z 2024 roku
- Wzrost FCF po okresie prognozy 2,5%

### Szacunki WACC

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
Stopa wolna od ryzyka	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>Koszt kapitału</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>
Koszt długu	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
Efektyn na stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>
Udział kapitału w wycenie	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>WACC</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>

### Wycena DCF

(mln PLN)	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
<i>Wzrost sprzedaży r/r</i>	-23.2%	206.8%	176.9%	33.7%	22.8%	2.5%
EBIT	-21.6	-1.9	20.7	31.7	41.0	40.3
<i>marża EBIT</i>	-182.0%	-5.2%	20.5%	23.5%	24.7%	23.7%
<i>Stopa podatkowa</i>	-0.5%	0.0%	10.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Opodatkowanie EBIT	-0.1	0.0	-2.1	0.0	0.0	0.0
<b>NOPLAT</b>	<b>-21.7</b>	<b>-1.9</b>	<b>18.6</b>	<b>31.7</b>	<b>41.0</b>	<b>40.3</b>
+ Amortyzacja	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3	1.8
CAPEX / Amortyzacja	275.6%	183.7%	185.3%	184.0%	180.0%	100.0%
Zmiana w kapitale obrotowym	-0.3	0.6	-1.5	-0.8	-0.7	-0.6
<i>Zmiana w kapitale obrotowym / zmiana sprzedaży</i>	9.3%	2.4%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-14.5%
- CAPEX	-8.1	-5.6	-5.8	-5.9	-6.0	-1.8
<b>FCFF</b>	<b>-27.2</b>	<b>-3.9</b>	<b>14.5</b>	<b>28.3</b>	<b>37.6</b>	<b>39.7</b>
<i>Wzrost FCFF po okresie prognozy</i>						2.5%
Wartość rezydualna (TV)						440.2
Zdyskontowana wartość rezydualna	-24.4	-3.1	10.4	18.1	21.6	252.6
<b>Wartość przedsiębiorstwa (EV)</b>	<b>299.6</b>					
Udziały i mniejszości	0.0					
Aktywa nieoperacyjne	0.0					
Dług netto	-21.7					
Inne	0.0					
<b>Wartość firmy</b>	<b>321.3</b>					
Liczba akcji (mln)	2.6					
Koszt kapitału	11.8%					
<b>12M cena docelowa na akcję (PLN)</b>	<b>135.0</b>					
Bieżąca cena akcji (PLN)	96.0					
<i>Potencjał wzrostu / spadku</i>	40.6%					



Źródło: Erste Group Research

		marża EBIT				
		17.7%	20.7%	23.7%	26.7%	29.7%
W A C C	10.8%	122.0	138.0	154.0	170.0	186.0
	11.3%	115.0	130.0	144.0	159.0	174.0
	11.8%	108.0	122.0	<b>135.0</b>	149.0	163.0
	12.3%	102.0	115.0	127.0	140.0	152.0
	12.8%	96.0	108.0	120.0	132.0	143.0
		Wzrost FCFF po okresie prognozy				
		1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
W A C C	10.8%	140.0	147.0	154.0	163.0	173.0
	11.3%	131.0	138.0	144.0	152.0	160.0
	11.8%	124.0	129.0	<b>135.0</b>	142.0	149.0
	12.3%	117.0	122.0	127.0	133.0	140.0
	12.8%	111.0	115.0	120.0	125.0	131.0

## Planowane wdrożenie nowej linii produktowej w 2025 roku

XTPL wychodząc naprzeciw potrzebom zgłaszanym przez klientów zdecydowało się na tworzenie urządzenia DPS+ dającego możliwość użytkownikom tworzenie zróżnicowanych produktów w mniejszych seriach. Urządzenie miałoby wypełnić lukę między urządzeniem DPS a modulem przemysłowym. Szacowany koszt urządzenia powinien być wyższy niż w przypadku DPS i wynieść około 300 tys. EUR za sztukę. Urządzenia powinny mieć większy potencjał sprzedażowy niż urządzenia DPS. Oczekujemy, że sprzedaż pierwszych sztuk powinna nastąpić pod koniec 2025 roku. W 2026 roku spółka planuje sprzedaż ok. 30 urządzeń, my przyjmujemy bardziej konserwatywne założenie sprzedaży 24 urządzeń w 2026 roku.

## Zabezpieczenie finansowania na dalszy rozwój

Spółka pozyskała ponad 27 mln PLN z emisji akcji Serii X, która obejmowała emisję 300 tys. akcji w cenie 92 PLN za akcję. Zgodnie z komunikatem spółki koszty emisji wyniosły około 1.5 mln PLN. Wcześniej wskazywaliśmy na wysokie koszty operacyjne oraz ujemny kwartalny FCF, co przekładało się na zmniejszanie środków pieniężnych XTPL. Zapewnienie dodatkowego finansowania daje spółce możliwość kontynuowania prac mających na celu pierwsze wdrożenie przemysłowe oraz dalsze skalowanie biznesu.

## Słabsza niż zakładana sprzedaż w 2H'24

W 9M'24 spółka zaksięgowwała sprzedaż 7 drukarek DPS (vs. 10 w analogicznym okresie 2023 roku) oraz 3 modułów przemysłowych (vs. brak sprzedaży w 9M'23). **Przychody z tytułu sprzedaży produktów i usług wyniosły 6.7 mln PLN w 9M'24 (-27% r/r), niemniej należy podkreślić, że w 9M'24 spółka rozpoznała przychody z usług R&D w kwocie 0.4 vs. 2.7 mln PLN w 9M'23.** W Q4'24 sytuacja pod względem realizacji dostaw DPS uległa poprawie i szacujemy dostarczenie 6 urządzeń do klientów. Zarząd XTPL wskazuje, że część z zamówień oczekiwanych na 2024 rok powinna zostać złożona w 2025 roku.

## Prognozy finansowe

Obniżamy nasze szacunki dotyczące sprzedaży urządzeń DPS w latach 2024 i 2025. Jednocześnie uwzględniamy sprzedaż nowych urządzeń DPS+ od 2025 roku, dzięki czemu nasza prognoza przychodów dla 2025 roku nie ulega większej zmianie. W przypadku modułów przemysłowych zakładamy efekt przychodowy pierwszego wdrożenia przemysłowego w 2025 roku (zgodnie z wcześniejszymi założeniami). Przyjęliśmy również bardziej konserwatywne założenie dotyczące sprzedaży HPM (High Performance Materials). Uwzględniamy wyższy poziom bazy kosztowej (zarówno koszty R&D oraz G&A) w okresie prognozy, co przekłada się na obniżenie zakładanej rentowności biznesu.

	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>12.8</b>	<b>15.5</b>	<b>11.9</b>	<b>36.5</b>	<b>101.0</b>
<i>zmiana r/r (%)</i>	173%	21%	-23%	207%	177%
Badania i rozwój	6.7	2.2	0.6	2.0	2.8
Delta Printing System	3.0	10.6	8.7	11.9	15.3
Delta Printing System Plus				6.9	27.8
Moduły przemysłowe	0.0	0.0	1.2	13.1	45.8
High Performance Materials	0.4	0.6	0.7	2.0	8.7
Dotacje	2.8	2.1	0.7	0.5	0.6
<b>Koszt własny sprzedaży</b>	<b>6.8</b>	<b>8.4</b>	<b>17.8</b>	<b>22.2</b>	<b>51.2</b>
Badania i rozwój	6.1	5.0	11.6	9.9	13.8
Koszt własny sprzedanych produktów	0.8	3.4	6.2	12.4	37.4
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>6.0</b>	<b>7.0</b>	<b>-5.9</b>	<b>14.2</b>	<b>49.7</b>
<i>marża (%)</i>	46.7%	45.5%	-49.9%	39.0%	49.2%
<b>Koszty ogólnego zarządu</b>	<b>7.8</b>	<b>11.9</b>	<b>15.7</b>	<b>16.1</b>	<b>29.0</b>
<b>EBIT</b>	<b>-1.8</b>	<b>-4.8</b>	<b>-21.6</b>	<b>-1.9</b>	<b>20.7</b>
<i>marża (%)</i>	-14%	-31%	-182%	-5%	20%
<b>EBITDA</b>	<b>-0.8</b>	<b>-3.0</b>	<b>-18.7</b>	<b>1.1</b>	<b>23.8</b>
<i>marża (%)</i>					
<b>Saldo na działalności finansowej</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Zysk (strata) przed opodatkowaniem</b>	<b>-2.1</b>	<b>-4.8</b>	<b>-21.7</b>	<b>-1.9</b>	<b>20.7</b>
<b>Podatek dochodowy</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>-2.1</b>	<b>-4.9</b>	<b>-21.7</b>	<b>-1.9</b>	<b>20.7</b>
<i>marża (%)</i>	-16.7%	-31.3%	-183.0%	-5.2%	20.5%
Zakładana zafakturowana sprzedaż urządzeń DPS (szt.)	3	13	13	17	20
<i>zmiana r/r (%)</i>	50%	333%	0%	31%	18%
Zakładana cena urządzenia DPS (mln EUR)	0.211	0.180	0.157	0.165	0.180
<i>zmiana r/r (%)</i>	-3%	-15%	-13%	5%	9%
Zakładana zafakturowana sprzedaż urządzeń DPS PLUS (szt.)				6	24
<i>zmiana r/r (%)</i>					300%
Zakładana cena modułów przemysłowych (mln EUR)				0.27	0.27
<i>zmiana r/r (%)</i>					1%
Zakładana sprzedaż modułów przemysłowych (szt.)			3	33	100
<i>zmiana r/r (%)</i>				1000%	203%
Zakładana cena modułów przemysłowych (mln EUR)			0.09	0.09	0.11
<i>zmiana r/r (%)</i>				3%	15%
Liczba zamówień HPM	38	35	39	93	361
<i>zmiana r/r (%)</i>	90%	-8%	11%	138%	289%
Zakładana średnia wartość zamówienia	9.95	16.43	18.89	21.44	24.05
<i>zmiana r/r (%)</i>	114%	65%	15%	14%	12%

Źródło: Spółka, Erste Group Research

## Zmiana naszych prognoz

(mIn PLN)	2024P			2025P			2026P		
	Nowe	Stare	różnica	Nowe	Stare	różnica	Nowe	Stare	różnica
Przychody	11.9	15.0	-20.6%	36.5	35.9	1.7%	101.0	101.0	-0.1%
Skor. EBITDA	-18.7	-12.0		1.1	3.2		23.8	27.3	-12.7%
EBIT	-21.6	-14.9		-1.9	0.2		20.7	24.2	-14.4%
Zysk netto	-22.0	-14.9		-1.9	0.2		20.7	24.2	-14.4%
Marża skor. EBITDA	-0.9%	-0.6%		3%	9%		23.6%	27.0%	
Marża EBIT	-1.1%	-0.7%		-5%	1%		20.5%	23.9%	
Marża netto	-1.1%	-0.7%		-5%	1%		20.5%	23.9%	

Źródło: Erste Group Research

Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
PLN mn	2021-12-30	2022-12-30	2023-12-31	2024-12-30	2025-12-30	2026-12-30
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>4.70</b>	<b>12.82</b>	<b>15.48</b>	<b>11.88</b>	<b>36.46</b>	<b>100.96</b>
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	4.78	6.83	8.43	17.82	22.25	51.25
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>-0.08</b>	<b>5.99</b>	<b>7.05</b>	<b>-5.93</b>	<b>14.21</b>	<b>49.71</b>
Koszty sprzedaży i administracyjne	6.27	7.78	11.86	15.66	16.13	29.03
Pozostałe przychody z uwzględnieniem rewaluacji	0.07	0.00	0.01	0.10	0.00	0.00
Pozostałe koszty z uwzględnieniem rewaluacji	0.03	0.01	0.04	0.14	0.00	0.00
<b>Zysk operacyjny powiększony o amortyzację EBITDA</b>	<b>-5.74</b>	<b>-0.80</b>	<b>-3.00</b>	<b>-18.69</b>	<b>1.12</b>	<b>23.81</b>
Amortyzacja	0.59	1.00	1.84	2.94	3.03	3.12
<b>Zysk operacyjny - EBIT</b>	<b>-6.32</b>	<b>-1.80</b>	<b>-4.84</b>	<b>-21.63</b>	<b>-1.91</b>	<b>20.69</b>
Przychody i koszty finansowe	-0.25	-0.32	0.01	-0.40	0.00	0.00
Pozostałe przychody/koszty	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zysk przed opodatkowaniem	-6.57	-2.12	-4.83	-22.03	-1.91	20.69
Podatek dochodowy	0.00	0.02	0.02	0.00	0.00	0.00
Wynik na działalności niekontynuowanej	-6.57	-2.14	-4.85	-22.03	-1.91	20.69
Zyski przypadające na udziały niekontrolujące	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Zysk przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej</b>	<b>-6.57</b>	<b>-2.14</b>	<b>-4.85</b>	<b>-22.03</b>	<b>-1.91</b>	<b>20.69</b>
<b>Skonsolidowany bilans</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
PLN mn						
Rzeczowe aktywa trwałe z uwzględnieniem nieruchomości inwestycyjnych	2.62	4.30	5.07	5.76	3.82	2.00
Wartości niematerialne	2.78	3.44	9.55	14.03	18.51	22.99
Pozostałe aktywa trwałe	0.03	0.04	0.03	0.03	0.03	0.03
<b>Razem aktywa trwałe</b>	<b>5.43</b>	<b>7.78</b>	<b>14.65</b>	<b>19.82</b>	<b>22.36</b>	<b>25.03</b>
Zapasy	0.56	0.95	1.83	2.83	2.70	7.47
Należności	1.37	0.79	1.20	1.54	2.24	6.19
Inne aktywa obrotowe	0.61	1.98	2.98	2.98	2.98	2.98
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	4.58	6.01	27.28	25.71	21.84	38.39
<b>Razem aktywa obrotowe</b>	<b>7.12</b>	<b>9.73</b>	<b>33.29</b>	<b>33.07</b>	<b>29.75</b>	<b>55.03</b>
<b>RAZEM AKTYWA</b>	<b>12.55</b>	<b>17.51</b>	<b>47.94</b>	<b>52.89</b>	<b>52.11</b>	<b>80.05</b>
<b>Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej</b>	<b>4.98</b>	<b>3.98</b>	<b>33.59</b>	<b>37.70</b>	<b>35.79</b>	<b>56.48</b>
<b>Udziały niekontrolujące</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	0.24	3.57	0.17	0.00	0.00	0.00
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	1.37	2.87	4.80	4.80	4.80	4.80
<b>Razem zobowiązania długoterminowe</b>	<b>1.62</b>	<b>6.45</b>	<b>4.97</b>	<b>4.80</b>	<b>4.80</b>	<b>4.80</b>
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	3.38	0.34	3.98	3.98	3.98	3.98
Zobowiązania handlowe	1.12	1.44	1.96	2.96	4.10	11.35
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	1.45	5.31	3.44	3.44	3.44	3.44
<b>Razem zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>5.95</b>	<b>7.09</b>	<b>9.38</b>	<b>10.39</b>	<b>11.52</b>	<b>18.78</b>
<b>RAZEM ZOBOWIĄZANIA i KAPITAŁ WŁASNY</b>	<b>12.55</b>	<b>17.51</b>	<b>47.94</b>	<b>52.89</b>	<b>52.11</b>	<b>80.05</b>
<b>Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
PLN mn						
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	-3.80	4.72	-4.82	-19.42	1.70	22.34
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-1.62	-2.44	-7.50	-8.11	-5.57	-5.79
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-0.47	-0.83	33.56	25.97	0.00	0.00
<b>ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH</b>	<b>-5.90</b>	<b>1.46</b>	<b>21.24</b>	<b>-1.56</b>	<b>-3.87</b>	<b>16.55</b>
<b>Marże i wskaźniki</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Wzrost przychodów rdr	105.0%	172.6%	20.7%	-23.2%	206.8%	176.9%
Marża brutto na sprzedaży	-1.7%	46.7%	45.5%	-49.9%	39.0%	49.2%
Marża EBITDA	-122.0%	-6.2%	-19.4%	-157.3%	3.1%	23.6%
Marża EBIT	-134.4%	-14.1%	-31.3%	-182.0%	-5.2%	20.5%
Marża zysku netto	-139.8%	-16.7%	-31.3%	-185.4%	-5.2%	20.5%
ROE	-85.5%	-47.7%	-2.4%	-7.7%	22.0%	22.0%
ROA	-52.4%	-12.2%	-10.1%	-41.7%	-3.7%	25.8%
Wskaźnik kapitału własnego	40%	23%	73%	77%	78%	78%
Dług netto	-0.96	-2.10	-23.13	-21.73	-17.86	-34.41
Dług netto do aktywów ogółem	-0.08	-0.12	-0.48	-0.41	-0.34	-0.43
Dług netto do kapitałów własnych	-0.19	-0.53	-0.69	-0.58	-0.50	-0.61

Źródło: dane Spółki, Erste Group Research

## Group Research

Head of Group Research Friedrich Mostböck, CEFA®, CESGA®	+43 (0)5 0100 11902	Institutional Equity Sales Czech Republic Head: Michal Rizek Pavel Krabicka Martin Havlan Jiri Feres	+420 224 995 537 +420 224 995 411 +420 224 995 551 +420 224 995 554
CEE Macro/Fixed Income Research Head: Juraj Kotian (Macro/FI) Katarzyna Rzentarzewska (Fixed income) Jakub Cery (Fixed income)	+43 (0)5 0100 17357 +43 (0)5 0100 17356 +43 (0)5 0100 17384	Institutional Equity Sales Hungary Levente Nándori Balázs Zánkay Krisztián Kandik	+361 235 5141 +361 235 5156 +361 235 5140
Croatia/Serbia Alen Kovac (Head) Mate Jelić Ivana Rogic	+385 72 37 1383 +385 72 37 1443 +385 72 37 2419	Institutional Equity Sales Poland Jacek Jakub Langer (Head) Tomasz Galanciak Wojciech Wysocki Przemyslaw Nowosad Maciej Senderek	+48 22 257 5711 +48 22 257 5715 +48 22 257 5714 +48 22 257 5712 +48 22 257 5713
Czech Republic David Navratil (Head) Jiri Polansky Michal Skorepa	+420 956 765 439 +420 956 765 192 +420 956 765 172	Institutional Equity Sales Romania Valerian Ionescu	+40 3735 16541
Hungary Orsolya Nyeste János Nagy	+361 268 4428 +361 272 5115	Group Markets Retail and Agency Business Head: Christian Reiss	+43 (0)5 0100 84012
Romania Ciprian Dascalu (Head) Eugen Sinca Vlad Nicolae Ionita	+40 3735 10108 +40 3735 10435 +40 7867 15618	Markets Retail Sales AT Head: Markus Kaller	+43 (0)5 0100 84239
Slovakia Maria Valachyova (Head) Matej Hornak Marian Kocis	+421 2 4862 4185 +421 902 213 591 +421 904 677 274	Group Markets Execution Head: Kurt Gerhold	+43 (0)5 0100 84232
Major Markets & Credit Research Head: Rainer Singer Ralf Burchert, CEFA®, CESGA® (Sub-Sovereigns & Agencies) Hans Engel (Global Equities) Maurice Jiszda, CEFA®, CFDS® (USA, CHF) Peter Kaufmann, CFA® (Corporate Bonds) Heiko Langer (Financials & Covered Bonds) Stephan Lingnau (Global Equities) Maximilian Möstl (Credit Analyst Austria) Carmen Riefler-Kowarsch (Financials & Covered Bonds) Bernadett Povaszai-Romhild, CEFA®, CESGA® (Corporate Bonds) Elena Statelov, CIAA® (Corporate Bonds) Gerald Walek, CFA® (Eurozone)	+43 (0)5 0100 17331 +43 (0)5 0100 16314 +43 (0)5 0100 19835 +43 (0)5 0100 19630 +43 (0)5 0100 11183 +43 (0)5 0100 85509 +43 (0)5 0100 16574 +43 (0)5 0100 17211 +43 (0)5 0100 19632 +43 (0)5 0100 17203 +43 (0)5 0100 19641 +43 (0)5 0100 16360	Corporate Treasury Prod. Distribution Head: Martina Kranzl-Carvell	+43 (0)5 0100 84147
CEE Equity Research Head: Henning Eßkuchen, CESGA® Daniel Lion, CIAA® (Technology, Ind. Goods&Services) Michael Marschallinger, CFA® Nora Nagy (Telecom) Christoph Schultes, MBA, CIAA® (Real Estate) Thomas Unger, CFA® (Banks, Insurance) Vladimira Urbankova, MBA (Pharma) Martina Valenta, MBA	+43 (0)5 0100 19634 +43 (0)5 0100 17420 +43 (0)5 0100 17906 +43 (0)5 0100 17416 +43 (0)5 0100 11523 +43 (0)5 0100 17344 +43 (0)5 0100 17343 +43 (0)5 0100 11913	Group Securities Markets Head: Thomas Einramhof	+43 (0)50100 84432
Croatia/Serbia Mladen Dodig (Head) Boris Pevalek, CFA® Marko Plastic Bruno Barbic, CFA® Davor Spoljar, CFA® Magdalena Basic	+381 11 22 09178 +385 99 237 2201 +385 99 237 5191 +385 99 237 1041 +385 72 37 2825 +385 99 237 1407	Institutional Distribution Core Head: Jürgen Niemeier	+49 (0)30 8105800 5503
Czech Republic Petr Bartek (Head, Utilities) Jan Bystřický	+420 956 765 227 +420 956 765 218	Institutional Distribution DACH+ Head: Marc Frieberthshäuser Bernd Bollhof Andreas Goll Mathias Gindele Ulrich Inhofner Sven Kienzle Rene Klasen Christopher Lampe-Traupe Michael Schmotz Christoph Ungerböck Klaus Vosseler	+49 (0)711 810400 5540 +49 (0)30 8105800 5525 +49 (0)711 810400 5561 +49 (0)711 810400 5562 +43 (0)5 0100 85544 +49 (0)711 810400 5541 +49 (0)30 8105800 5521 +49 (0)30 8105800 5523 +43 (0)5 0100 85542 +43 (0)5 0100 85558 +49 (0)711 810400 5560
Hungary József Miró (Head) András Nagy Tamás Pletser, CFA® (Oil & Gas)	+361 235 5131 +361 235 5132 +361 235 5135	Slovakia Šarlota Šipulová Monika Směliková	+421 2 4862 5619 +421 2 4862 5629
Poland Cezary Bernatek (Head) Piotr Bogusz Łukasz Jańczak Krzysztof Kawa, CIAA® Jakub Szkopek	+48 22 257 5751 +48 22 257 5755 +48 22 257 5754 +48 22 257 5752 +48 22 257 5753	Institutional Distribution CEE & Insti AM CZ Head: Antun Burić Jaromir Malak	+385 (0)7237 2439 +43 (0)5 0100 84254
Romania Caius Rapanu	+40 3735 10441	Czech Republic Head: Ondrej Cech Milan Bartoš Jan Porvich Pavel Zdichynec	+420 2 2499 5577 +420 2 2499 5562 +420 2 2499 5566 +420 2 2499 5590
Group Institutional & Retail Sales		Croatia Head: Antun Burić Zvonimir Tukač Ana Tunjić Natalija Zujic	+385 (0)7237 2439 +385 (0)7237 1787 +385 (0)7237 2225 +385 (0)7237 1638
Group Institutional Equity Sales Head: Michal Rizek	+420 224 995 537	Hungary Head: Peter Csizmadia Gábor Bálint Balazs Papay Gergő Szabo	+36 1 237 8211 +36 1 237 8205 +36 1 237 8213 +36 1 237 8209
Cash Equity Sales Werner Fuerst Viktoria Kubalcova Thomas Schneidhofer Oliver Schuster	+43 (0)5 0100 83121 +43 (0)5 0100 83124 +43 (0)5 0100 83120 +43 (0)5 0100 83119	Romania Head: Cristian Vasile Pascu	+40 373 511 695
Institutional Equity Sales Croatia Matija Tkalicanac	+385 72 37 21 14	Institutional Asset Management Czech Republic Head: Petr Holeček Petra Maděrová Martin Peřina David Petráček Blanca Weinerová Petr Valenta	+420 956 765 453 +420 956 765 178 +420 956 765 106 +420 956 765 809 +420 956 765 317 +420 956 765 140
		Group Fixed Income Securities Markets Head: Goran Hobljaj	+43 (0)50100 84403
		FISM Flow Head: Gorjan Hobljaj Margit Hraschek Bernd Thaler Ciprian Mitu Christian Kienesberger Zsuzsanna Toth	+43 (0)5 0100 84403 +43 (0)5 0100 84117 +43 (0)5 0100 84119 +43 (0)5 0100 85612 +43 (0)5 0100 84323 +36-1-237 8209
		Poland Pawel Kielek Michal Jarmakowicz	+48 22 538 6223 +43 50100 85611



## 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 korzyści, 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 wskazówek 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 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 dłożono 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 nieprzebranie 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 politykę, 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](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](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 poziomu 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](http://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](http://www.erstegroup.com)