

## XTB – zapowiedź olbrzymich wydatków marketingowych

Uwzględniliśmy zapowiedzianą skalę wydatków marketingowych, dużo wyższą niż zakładaliśmy, ambitne plany akwizycji oraz słabszy odczyt obrotowości aktywnych klientów za 4Q24. W konsekwencji obniżamy prognozę zysku netto, co szczególnie widać w latach 2025-26. Podtrzymujemy jednak rekomendację KUPUJ, ponieważ sądzimy, że ekspansja na nowych rynkach geograficznych, tj. w Indonezji i Brazylii będzie wystarczająca do widocznej poprawy wyników w kolejnych latach. Korekta prognoz skłoniła nas jednak do obniżenia ceny docelowej z 88,6 zł do 81,3 zł.

### Nawet 80% wzrost kosztów marketingu w 2025r.

Najważniejszą informacją opublikowanych przez Zarząd założeń na 2025r. była zapowiedź wzrostu nakładów marketingowych nawet o 80% r/r. Całość kosztów ma być o 40% wyższa niż w 2024r., natomiast naszym zdaniem będzie to bliżej 50%. Efektem działań promocyjnych ma być mocny przyrost klientów na poziomie 150-210 tys. osób kwartalnie. Już po 29 dniach stycznia XTB pozyskało 70,7 tys. nowych inwestorów. Zarząd chce mocniej zaakcentować obecność na rynkach zachodnioeuropejskich, dlatego też zaprosił 5 uznanych agencji reklamowych do przetargu kreatywnego, który wyłonić ma nową ideę kampanii realizowanej z udziałem ambasadora Zlatana Ibrahimovicia. Zarząd zakomunikował jednak, że będzie na bieżąco weryfikował skuteczność podjętych działań promocyjnych i w przypadku niezadowolających efektów wstrzyma finansowanie.

### Wyniki 4Q24

Głównym czynnikiem, który spowodował rozczarowanie wynikami kwartalnymi były wyższe od oczekiwanych koszty marketingowe, które wyniosły 114 mln zł. Dokonano również zmiany w liczeniu liczby lotów, natomiast udostępniono skorygowane dane dla przeszłych okresów. Patrząc kw/kw wolumen CFD wzrósł, jednakże w tempie wolniejszym od przyrostu nowych klientów, co przyspieszyło spadki wskaźnika obrotowości klientów, pomimo lekkiej stabilizacji widocznej w 3Q24. Jesteśmy ostrożnie nastawieni do możliwości poprawy obrotowości klientów na bazie klientów z Europy Zachodniej, dlatego spodziewamy się utrzymania tempa spadku tej statystyki do czasu rozpoczęcia pozyskiwania klientów z nowych rynków, tj. Indonezji i Brazylii.

### Zysk netto pod przejściową presją

Wyższy od spodziewanego plan akwizycji nowych klientów pozytywnie wpłynie na wysokość przychodów, jednakże w stopniu niewystarczającym, aby zrekomensować zapowiedziane wydatki marketingowe. Słabsze dane o obrotowości klientów w 4Q24 skłaniają nas do ostrożności w kontekście zdolności spółki do pozyskiwania bardziej aktywnych inwestorów na rynku europejskim. Dlatego uważamy, że wyższe nakłady na marketing wyraźnie obniżą wynik netto zarówno w 2025r. jak i 2026r. Spodziewamy się jednak, że niska dochodowość nowych klientów europejskich skłoni Zarząd do ograniczenia zaangażowania i koncentracji środków na Indonezji i Brazylii, co pozwoli nieco zredukować koszty marketingowe już w 2026r. Oczekujemy, że w obu tych krajach łatwiej będzie pozyskać inwestorów o wyższym profilu ryzyka, co pozwoli już w 2027r. istotnie poprawić wolumen obrotu instrumentami CFD, w stopniu wystarczającym do pokrycia zwiększonych kosztów marketingowych i osiągnięcia rekordowych wyników.

### Oczekujemy wypłaty 5,48 zł dywidendy na akcje

Na koniec roku spółka zgromadziła 2 mld zł środków własnych. Nie widzimy wyzwań po stronie płynności, nawet przy podwyższonym koszcie marketingu. Wymogi KNF zostały spełnione, dlatego spodziewamy się wypłaty 75% zysku netto w formie dywidendy.

**Wartość akcji XTB oszacowano na podstawie wyceny metodami: DDM (87,6 zł) i porównawczą (62,3 zł). Cena docelowa w horyzoncie 9-mies. wynosi 81,3 zł/akcję.**

Podsumowanie danych finansowych	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody (mln zł)	1618	1873	1941	2085	2410
EBIT (mln zł)	924	990	656	748	1011
Zysk netto (mln zł)	791	859	594	663	880
DY (%)	12,8%	7,1%	8,5%	5,9%	6,6%
P/E (x)	5,62	9,63	12,74	11,42	8,61

Źródło: Noble Securities

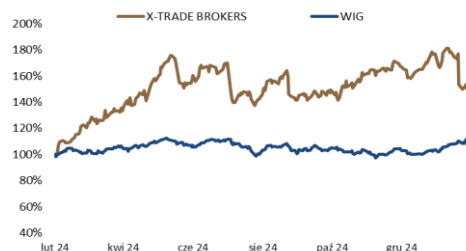
Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 11.02.2025 o godz. 15:40. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 11.02.2025 o godz. 15:45.

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLERSKI

## KUPUJ

(Aktualizacja - utrzymana)

Kurs akcji	64,9 zł
<b>Cena docelowa (9M)</b>	<b>81,3 zł</b>
Potencjał wzrostu	25%
Kapitalizacja	7 633 mln zł
Free float	56,22%
Śr. wolumen 6M	380 999



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

### PROFIL SPÓŁKI

Międzynarodowy dostawca produktów, usług i rozwiązań technologicznych w zakresie obrotu instrumentami finansowymi, w szczególności instrumentami pochodnymi w postaci kontraktów na różnicę (CFD).

### STRUKTURA AKCJONARIATU\*

XXZW Investment Group SA	43,78%
OFE NN	2,70%
Norges Bank	2,53%
TFI Allianz Polska SA	1,96%
TFI PZU SA	1,84%

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg,

**Mateusz Chrzanowski, DI**  
**Analityk Akcji**  
**Departament Analiz i Doradztwa**

[mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl](mailto:mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl)  
**+48 785 904 686**

## Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Forte	Akumuluj	33,80	31,40	31,50	7%	06.02.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	5,36	4,40	4,21	27%	03.02.2025	9M	Michał Sztabler
Answer.com	Trzymaj	26,80	28,15	26,40	2%	13.01.2025	9M	Dariusz Dadej
Unibep	nd	11,70	6,98	8,90	31%	20.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
11bit studios	Kupuj	242,90	162,00	208,00	17%	19.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	24,00	20,10	23,35	3%	16.12.2024	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Kupuj	550,00	460,00	530,50	4%	12.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	16,61	15,40	16,70	-1%	12.12.2024	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	222,90	169,20	220,00	1%	02.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Bogdanka	Trzymaj	22,34	23,00	24,44	-9%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	5,31	5,50	6,02	-12%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
XTB	Kupuj	88,60	70,70	65,70	35%	29.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Toya	nd	12,40	7,50	7,54	64%	29.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	17,60	10,30	9,50	85%	29.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	70,60	53,50	45,95	54%	27.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Akumuluj	3,94	3,60	4,37	-10%	26.11.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	394,70	332,00	368,50	7%	22.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Kupuj	20,68	15,77	17,55	18%	20.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	36,00	29,90	40,00	-10%	15.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
11 bit studios	Kupuj	423,00	269,00	208,00	103%	14.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	74,40	48,60	28,70	159%	14.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Akumuluj	540,00	503,00			06.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	82,30	58,00	70,30	17%	04.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Redukuj	6,15	6,79	6,82	-10%	18.10.2024	9M	Michał Sztabler
Torpol	Akumuluj	36,50	32,40			14.10.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	127,90	73,00	54,00	137%	08.10.2024	9M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	43,70	27,10	26,10	67%	30.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	575,40	359,00	385,50	49%	26.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
11bit studios	Kupuj	622,20	353,00	208,00	199%	23.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	17,30	16,90	10,06	72%	18.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	21,40	18,30	19,08	12%	12.09.2024	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Redukuj	264,60	311,00	461,90	-43%	09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Redukuj	8,10	9,62	9,51	-15%	09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	4,32	3,47	3,70	17%	09.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	24,90	21,20	20,50	21%	30.08.2024	9M	Michał Sztabler
Budimex	Redukuj	552,00	587,00			28.08.2024	9M	Dariusz Nawrot
LPP	Kupuj	22 500,00	14 820,00	17230,00	31%	19.08.2024	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	36,30	22,20	19,60	85%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	825,70	485,00	572,00	44%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	39,70	24,00	24,00	65%	17.07.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	23,00	22,50			09.07.2024	9M	Dariusz Dadej
Toya	nd	12,00	8,40			28.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	7,28	7,48			28.06.2024	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	12,80	9,40			27.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	19,70	14,00			25.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Answer.com	Trzymaj	23,70	22,60			24.06.2024	9M	Dariusz Dadej
XTB	Trzymaj	69,50	68,10			18.06.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	75,60	65,00			12.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	17,90	16,00			11.06.2024	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Kupuj	23,10	17,20			10.06.2024	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	6,82	7,70			31.05.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	375,80	320,00			23.05.2024	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Kupuj	952,60	573,00			22.05.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	75,50	54,50			21.05.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Trzymaj	35,00	34,00			16.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Pepco Group	Trzymaj	21,90	21,42			14.05.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	35,00	28,50			10.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	nd	12,00	9,50			09.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	15,78	14,95			06.05.2024	9M	Michał Sztabler
Mabion	nd	19,00	16,20			29.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,46	3,50			18.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	nd	11,50	7,20			11.04.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	131,10	75,00			11.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Sprzedaj	22,70	33,70			10.04.2024	9M	Michał Sztabler
MCI Capital	nd	40,70	25,10			05.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Redukuj	35,50	38,00			19.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	445,10	412,00			19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,70	15,01			19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	192,80	106,20			05.03.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Torpol	Trzymaj	31,50	30,40			05.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Celon Pharma	Kupuj	25,50	14,90			05.03.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Redukuj	3,08	3,63			01.03.2024	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	19 282,00	16 000,00			16.02.2024	9M	Dariusz Dadej

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji;

Mateusz Chrzanowski - Analityk Akcji, Dariusz Nawrot - Starszy Analityk Akcji;

**OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W REKOMENDACJI**

**BV** – wartość księgowa  
**EV** – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**CF (CFO)** – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej  
**NOPAT** – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku  
**MAU** – średnia miesięczna liczba aktywnych użytkowników  
**EBITDA** – zysk operacyjny powiększony o amortyzację  
**EBITDAA** – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli  
**EPS** – zysk netto przypadający na 1 akcję  
**DPS** – dywidenda przypadająca na 1 akcję  
**P** – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację  
**P/E** – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję  
**P/EBIT** – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję  
**P/EBITDA** – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję  
**P/BV** – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję  
**EV/EBIT** – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego  
**EV/EBITDA** – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
**ROE** – stopa zwrotu z kapitału własnego  
**ROA** – stopa zwrotu z aktywów  
**WACC** – średni ważony koszt kapitału  
**FCFF** – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli  
**Beta** – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu  
**SG&A** – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży  
**LTM** – za okres ostatnich 12 miesięcy (ang. Last Twelve Months)

**PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA REKOMENDACJI**

Niniejsza rekomendacja, zwana dalej „Rekomendacją” została przygotowana przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.

Podstawą do opracowania Rekomendacji były publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Rekomendacji, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych. Rekomendacja wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jej sporządzenia.

Przedstawione w Rekomendacji prognozy oraz elementy ocenne, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. NS ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacja wydawana przez NS obowiązuje przez okres 9 miesięcy, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowana. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz subiektywnej oceny Analityka.

**System wydawania rekomendacji ma poniższą charakterystykę:**

**Kupuj** – oznacza, co najmniej +20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
**Akumuluj** – oznacza, między +5% a +15% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
**Trzymaj** – oznacza, między -5% a +5% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
**Redukuj** – oznacza, między -5% a -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
**Sprzedaj** – oznacza, co najmniej -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia.

**SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W REKOMENDACJI**

**Metoda DCF** (ang. *discounted cash flow*) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

**Metoda porównawcza** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywanych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

**INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ REKOMENDACJI**

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Rekomendacji należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakąkolwiek inną osobą prawną będącą częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

NS nie był w ciągu 12 miesięcy stroną umów z Emitentem dotyczących świadczenia usług maklerskich.

Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta.

**ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ ICH UNIKANIA**

Szczegółowe zasady postępowania w przypadku powstania konfliktów interesów zawarte są w „Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.” dostępnym na stronie internetowej [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

Struktura wewnętrzna NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. W szczególności Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiągniętych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

## REKOMENDACJA

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową, który ma na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. NS ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji, tzw. chińskie mury, tj. zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamykane na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Rekomendacji wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Rekomendacji. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Rekomendacji, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Rekomendacji, zawierającej treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Rekomendacji, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Rekomendacji oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

### **POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA**

NS zapewnia, że Rekomendacja została przygotowana z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak NS ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Rekomendacja wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Rekomendacji ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Rekomendacja nie może być traktowana jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że choć powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

**Inwestorzy korzystający z Rekomendacji nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.**

**Ostateczna decyzja w zakresie dokonania określonych transakcji w oparciu o Rekomendację, w szczególności zbycia lub nabycia instrumentu finansowego lub powstrzymania się od dokonania takich transakcji, należy wyłącznie do inwestora.**

Rekomendacja została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów. Rekomendacja stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

#### **Rekomendacja ani żaden z jej zapisów nie stanowi:**

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania portfelami, o których mowa w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi.

#### **Rekomendacja**

- jest dystrybuowana wśród Klientów i pracowników NS. Skrót rekomendacji może być upubliczniony na stronie internetowej NS [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl),
- jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczona do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Rekomendacji zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Rekomendacji.

### **UWAGI KOŃCOWE**

Analityk sporządzający Rekomendację: Mateusz Chrzanowski

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 11.02.2025 r. o godz. 15:40. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 11.02.2025 r. o godzinie 15:45.

Rozpowszechnianie lub powielanie Rekomendacji (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody NS jest zabronione.

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

#### **Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca XTB**

Rekomendacja/aktualizacja	KUPUJ	TRZYMAJ	KUPUJ	KUPUJ
Data wydania	29.11.2024	18.06.2024	23.11.2023	26.04.2023
Kurs z dnia rekomendacji	70,7	68,1	35,0	35,3
Cena docelowa	88,6	69,5	67,7	78,9
WIG w dniu rekomendacji	79 370	85 276	74 768	61 980

## DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

**Sobiesław Kozłowski, MPW**[sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl](mailto:sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

**Krzysztof Radojewski**[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

**Michał Sztabler**[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

**Dariusz Dadej**[dariusz.dadej@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.dadej@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Handel detaliczny, przemysł

**Krzysztof Ojczyk, MPW**[krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl)

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

**Mateusz Chrzanowski, DI**[mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl](mailto:mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl)

tel: +48 785 904 686

Przemysł, *automotive*, *gamedev*, XTb**Dariusz Nawrot**[dariusz.nawrot@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.nawrot@noblesecurities.pl)

tel: +48 783 391 515

Przemysł. Budownictwo, deweloperzy, chemia

**Jacek Borawski**[jacek.borawski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.borawski@noblesecurities.pl)

tel: +48 697 970 113

Analiza techniczna

## DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

**Jacek Paszkowski, CFA**[jacek.paszowski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.paszowski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

**Piotr Dudziński**[piotr.dudzinski@noblesecurities.pl](mailto:piotr.dudzinski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 244 13 04

